




3 1761 1154422 3



Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto

<https://archive.org/details/31761115544223>



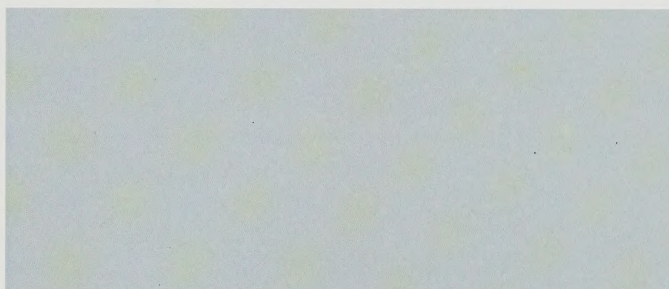
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications (39)

CA1
FN 73
- M56

Monetary Policy Report

April 2009



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Monetary Policy Report

April 2009

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

There is a plan to restore confidence and growth, we are implementing it, and it will work. The impact of these policies will build over time and will be significant. For maximum effect, it is critical that measures be grounded in robust and principled frameworks: the objectives should be transparent; indicators of success clear; and entry and exit criteria well articulated. Citizens must be able to hold their policy-makers accountable. Policy-makers must rise to the occasion.

Mark Carney

Governor, Bank of Canada
1 April 2009

Contents

1 Overview

3 The Global Economy

- 3 Recent Developments
- 5 Developments in Global Financial Markets
- 6 Outlook for the Global Economy

9 The Canadian Economy

9 Recent Developments

- 9 Aggregate Demand and Supply
- 13 Estimated Pressures on Capacity
- 13 Inflation and the 2 Per Cent Target
- 14 Canadian Credit Conditions
- 18 Exchange Rate
- 18 Policy Response

19 Outlook for the Canadian Economy

- 19 Aggregate Demand and Supply
- 21 The Projection for Inflation

23 Risks to the Outlook

25 Annex: Framework for Conducting Monetary Policy at Low Interest Rates

References

Technical Boxes

- 12 *Revisions to Potential Output*
 - 24 *Fan Charts for Inflation*
-

Overview

In an environment of continued high uncertainty, the global recession has intensified and become more synchronous since the Bank's January *Monetary Policy Report Update*, with weaker-than-expected activity in all major economies. Deteriorating credit conditions have spread quickly through trade, financial, and confidence channels. While more aggressive monetary and fiscal policy actions are under way across the G-20, measures to stabilize the global financial system have taken longer than expected to enact. As a result, the recession in Canada will be deeper than anticipated, with the economy projected to contract by 3.0 per cent in 2009. The Bank now expects the recovery to be delayed until the fourth quarter and to be more gradual. The economy is projected to grow by 2.5 per cent in 2010 and 4.7 per cent in 2011, and to reach its production capacity in the third quarter of 2011. Given significant restructuring in a number of sectors, potential growth has been revised down. The recovery will be importantly supported by the Bank's accommodative monetary stance.

The Bank expects core inflation to diminish through 2009, gradually returning to the 2 per cent target in the third quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Total CPI inflation is expected to trough at -0.8 per cent in the third quarter of 2009 and return to target in the third quarter of 2011.

Global developments continue to pose significant risks to the Bank's inflation projection for Canada, on both the upside and the downside. On the upside, confidence may return more rapidly than anticipated if convincing action is taken more quickly than assumed to address financial system weaknesses in major economies. This could result in a stronger-than-projected recovery in the global economy as the aggressive and coordinated macroeconomic policy actions already being implemented take effect. On the downside, the global recession could be deeper and more protracted than envisaged if the resolution of these financial system problems is delayed further. More generally, there are risks around the resolution of global imbalances. The underlying macroeconomic risks are roughly balanced.

When monetary policy is conducted at the effective lower bound, the uncertainty regarding the effects of unconventional monetary policies in the event that the recession turns out to be more protracted than expected, and the resulting need for prudence in the use of these instruments, imply that the overall risks to the Bank's inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 21 April, the Bank lowered its target for the overnight rate by one-quarter of a percentage point to 1/4 per cent, which the Bank judges to be the

This report includes information received up to the fixed announcement date on 21 April 2009.

effective lower bound for that rate. Conditional on the outlook for inflation, the target overnight rate can be expected to remain at its current level until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. The Bank will continue to provide guidance in its scheduled interest rate announcements as long as the overnight rate is at the effective lower bound.

To reinforce its conditional commitment to maintain the overnight rate at 1/4 per cent, the Bank will roll over a portion of its existing stock of 1- and 3-month term purchase and resale agreements (PRAs) into 6- and 12-month terms at minimum and maximum bid rates that correspond to the target rate and the Bank Rate, respectively.

The 21 April decision brings the cumulative monetary policy easing to 425 basis points since December 2007. It is the Bank's judgment that this cumulative easing, together with the conditional commitment, is the appropriate policy stance to move the economy back to full production capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates. The Annex to this report describes the Bank of Canada's approach to conducting monetary policy when the overnight interest rate is at the effective lower bound. Additional stimulus could be provided, if needed, through quantitative and/or credit easing. Definitions of these actions and the principles guiding their possible use can be found in the Annex.

The Global Economy

Recent Developments

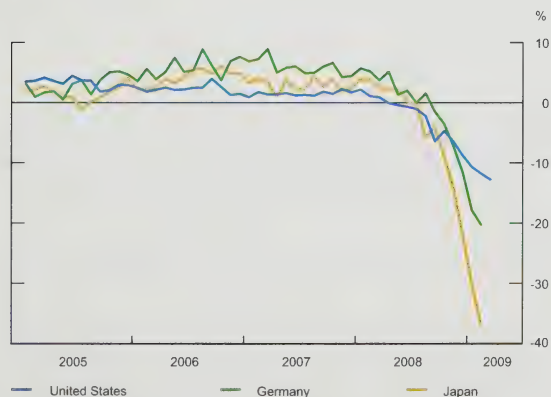
While the global recession has intensified since the January *Update* and become more synchronous, the broad profile of the Bank's outlook remains consistent with the projection at that time. A deepening financial crisis in the United States and Europe triggered a severe recession in the global economy at the end of 2008, as deteriorating conditions in the advanced economies spread quickly around the world through trade, financial, and confidence channels. Concerted policy measures across the G-20 provide the necessary and appropriate support for global recovery, although the recovery will be delayed by slower progress in stabilizing the global financial system than previously anticipated.

Heightened uncertainty surrounding the global outlook, together with declining wealth and tighter credit conditions, has adversely affected confidence levels, causing households and firms to cut back spending sharply. The knock-on effect on global trade has been much larger than expected, reflecting both a sudden collapse in trade credit and an abrupt inventory correction in the auto and electronics sectors. Export-oriented countries in Asia and Europe have experienced sharp declines in industrial production (*Chart 1*).

While the global recession has intensified and become more synchronous, the broad profile of the Bank's outlook remains consistent with the January Update.

Chart 1: Industrial production in major economies down sharply

Year-over-year percentage change



Source: Bank of Canada

The pervasive and intense nature of the economic downturn has exacerbated strains on banks' balance sheets and further constrained the availability of credit to businesses and households, leading to additional weakness in demand. As a result of this adverse feedback loop, global GDP growth has hit post-World War II lows in recent quarters.

Policy-makers in the major economies have responded to the global crisis with bold policy actions. The G-20 countries have committed to do whatever is necessary to restore growth and stability in their economies. Monetary authorities have lowered policy rates aggressively (*Chart 2*), and several central banks have adopted unconventional monetary policy measures, including quantitative and credit easing. Fiscal authorities have introduced substantial stimulus packages to help offset the drop in domestic and foreign demand. The fact that these fiscal initiatives are being undertaken simultaneously in several countries will augment their impact. The effects of these policies will be increasingly felt over time and should reach full force in 2010.

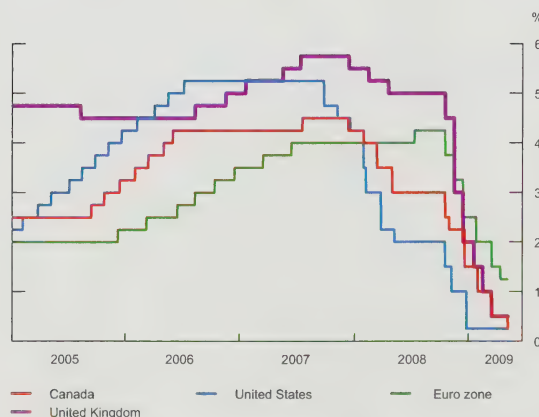
Timely and credible action is required to address the impaired assets on bank balance sheets and to restore the normal flow of credit—a precondition for sustained economic recovery. Progress on these measures has been slower than expected in the United States and other major financial centres. However, comprehensive programs have recently been outlined to provide additional liquidity, guarantee bank balance sheets, dispose of bad assets, and recapitalize as appropriate. The challenge now is to ensure their rapid and effective implementation.

Economic activity in the United States contracted sharply in the fourth quarter of 2008, and recent indicators suggest a similar contraction in the first quarter of 2009.

As anticipated in the January *Update*, economic activity in the United States contracted sharply in the fourth quarter of 2008, and recent indicators suggest a similar contraction in the first quarter of 2009. The weakness was most evident in sectors that are particularly important for Canadian exports, magnifying the effects of the U.S. downturn on the Canadian economy. U.S. residential construction has remained very weak, with a large overhang of unsold houses continuing to put downward pressure on house prices and building activity. Motor vehicle sales and production have also experienced a sharp cyclical and structural correction, as manufacturers cut output in response

Chart 2: Monetary authorities have lowered policy rates aggressively

Daily data



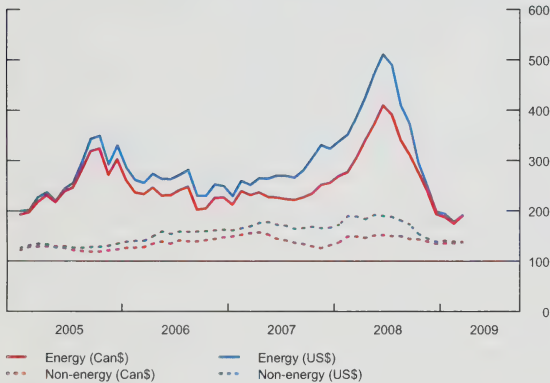
Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, Bank of England, and European Central Bank

to sagging demand, mounting losses, and limited access to auto financing. There are, nevertheless, early signs that activity levels in both the housing and auto sectors may be starting to stabilize in response to the sizable adjustments that have taken place.

In Europe and Japan, the decline in output has been more acute than expected over the recent period, as falling external demand and mounting internal strains spilled over into the domestic economy. Deteriorating conditions in housing markets, falling consumer and business confidence, and continuing difficulties in the financial sectors of many overseas countries have added to these external pressures. Japan and Germany have been particularly affected by the collapse in global demand for autos and IT-related goods, as well as by the past appreciations of their currencies. Output growth in China has moderated, but has nevertheless remained much stronger than that in most other emerging-market economies. Aggressive fiscal stimulus measures and monetary easing have boosted domestic demand and partly offset the fall in exports.

Chart 3: Commodity prices have recently stabilized

Bank of Canada commodity price index (1982–90=100)



Source : Bank of Canada

Following a sharp decline in the second half of 2008, commodity prices appear to have levelled off (*Chart 3*). Production cuts by OPEC have outpaced the fall in global demand, contributing to a modest recovery in oil prices. While the price of natural gas has continued to decline, prices of other, non-energy, commodities have recently increased.

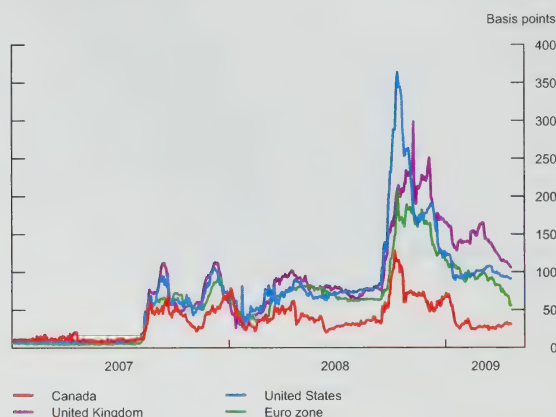
Developments in Global Financial Markets

As highlighted in the January *Update*, stabilization of the global financial system remains a precondition for economic recovery. Despite some recent signs of improvement, market conditions are mixed, and the outlook remains uncertain. On the positive side, there are indications that the aggressive actions taken by central banks and governments are beginning to gain traction, and volatility has fallen in a number of financial markets. In addition,

Despite some recent signs of improvement, market conditions are mixed, and the outlook remains uncertain.

Chart 4: Short-term funding markets have improved*

Difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps



* For the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the euro zone, EURIBOR; and for Canada, CDOR.

Source: Bloomberg

stock markets, after reaching multi-year lows earlier this year, have started to price in a more positive outlook. Global credit markets, in contrast, are still fragile, with improvements largely confined to short-term funding markets (Chart 4), while longer-term spreads remain elevated. The cost of funds for business borrowers—especially lower-quality credit risks—also remains high, and surveys of senior loan officers indicate that lending standards for consumers continue to tighten, albeit at a slower pace.

Conditions in global financial markets over the next few quarters will be shaped by two main developments. The first concerns the weaker current state of the real economy and the additional credit-related losses that this might entail for financial institutions, as delinquencies and loan losses begin to rise. The second development relates to remedial efforts directed at the illiquid legacy assets on banks' balance sheets. Stress tests designed to provide a credible and comprehensive assessment of the true situation, together with capital injections and guarantees, should facilitate price discovery, reduce concerns about counterparty risk, and boost liquidity. Although the normalization of financial conditions is likely to be delayed by the increased drag coming from the real economy and from the delayed implementation of remedial measures in the banking sector, on balance, more widespread improvements should become evident by mid-2010.

Outlook for the Global Economy

Global economic growth for 2009 has been revised down in the Bank's latest projection.

Global economic growth for 2009 has been revised down in the Bank's latest projection, reflecting the recent sharp decline in economic activity. The growth profile also incorporates a delayed and slightly more protracted recovery compared with that in the January Update. As a result, output growth is now projected to remain negative for most of 2009 and to begin to absorb excess production capacity only towards the middle of 2010. The return to potential will be postponed by the self-reinforcing nature of the adverse feedback loop

that has developed, and by the additional drag exerted by a financial system that will take longer to stabilize. Inflation rates are consequently expected to be lower than previously projected, and to dip below zero in some countries.

Global output is now projected to fall by 0.8 per cent in 2009, and to increase by a more modest 2.2 per cent in 2010—well below the rate of growth of global potential output (*Table 1*). Three important factors will help support the gradual recovery. First, economic activity in all major regions should be boosted by the strong and simultaneous monetary and fiscal policy actions that have been undertaken, which will raise aggregate demand and help to restore consumer and business confidence. Second, as measures to stabilize the financial system begin to take hold, businesses and households should become less credit-constrained. Third, the drag exerted by the housing market correction in the United States and several other industrial countries should diminish, leading to a pickup in construction activity.

Table 1: Projection for Global Economic Growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	22	1.1 (1.2)	-2.4 (-1.7)	1.2 (2.6)	2.9
European Union	20	0.7 (0.9)	-3.6 (-1.0)	-0.2 (2.1)	1.8
Japan	7	-0.7 (0)	-6.2 (-1.7)	0.1 (2.0)	2.5
China and Asian NIEs ^c	14	7.1 (7.5)	3.5 (5.6)	6.0 (6.9)	7.3
Others	37	4.9 (5.0)	1.0 (2.7)	3.0 (4.3)	4.0
World	100	3.2 (3.4)	-0.8 (1.1)	2.2 (3.7)	3.7

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2006. Source: IMF, *WEO Update*, October 2008

b. Numbers in parentheses are projections from the January 2009 *Monetary Policy Report Update*.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), South Korea, Taiwan (Province of China), and Singapore.

Source: Bank of Canada

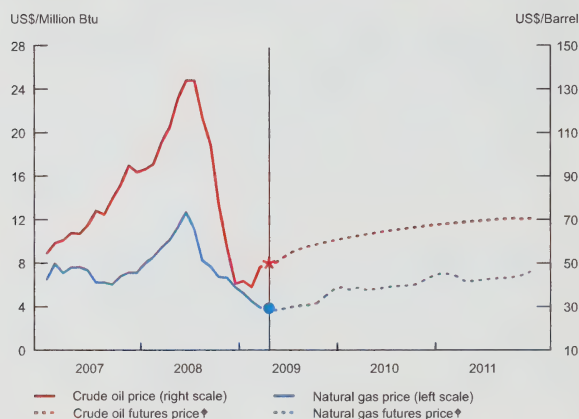
As anticipated in the January *Update*, the recovery in the United States will be much more muted than normal. Sustained positive growth will likely be deferred by one quarter compared with the Bank's earlier projection, owing to the delayed implementation of stabilization measures in the banking sector. Annual GDP growth in the United States is projected to average -2.4 per cent in 2009 and 1.2 per cent in 2010, as diminished wealth, a weak labour market, tight credit conditions, and reduced confidence restrain growth in consumption and business investment. Activity is expected to stabilize in the second half of 2009 and to begin rising in early 2010, exceeding the growth rate of potential output and starting to take up excess capacity. Sales and production of motor vehicles, which are currently well below replacement rates, are projected to rebound in the second half of 2009 but to levels significantly lower than their pre-crisis levels, as the auto sector continues to restructure. The housing sector, which has acted as a major drag on growth, should also finally stabilize in the second half of 2009 and contribute to the recovery.

The recovery in other industrial economies will be more delayed and more gradual than in the United States, owing to the less-ambitious policy actions undertaken so far and to ongoing difficulties in their banking systems. Completion of the inventory cycle in motor vehicles will lead to a gradual pickup in Asian and European auto production, while accelerating U.S.

growth will stimulate global economic activity through improved trade and financial flows, as well as rising confidence. Economic growth in China, in contrast, is expected to remain relatively robust, assisted by the introduction of additional fiscal and monetary stimulus measures to boost domestic demand and reduce the country's reliance on exports. Economic conditions in other emerging-market economies are projected to improve gradually over this period, producing a synchronous boost in global demand and providing some support for commodity prices over the medium term. Energy prices are assumed to move in line with current futures prices (*Chart 5*), while non-energy prices are expected to strengthen gradually as economic activity recovers.

Chart 5: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



* Spot price for crude oil (17 April 2009)

• Spot price for natural gas (17 April 2009)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 April 2009

Source: NYMEX

The Canadian Economy

In the January *Update*, the Bank projected a sharp recession in Canada, followed by a relatively muted recovery starting in the third quarter of this year. As a result of the more severe, synchronized nature of the global downturn, the recession in Canada is even deeper than anticipated. As well, the Bank now expects the recovery to be delayed until the fourth quarter of 2009 and to be more gradual than projected in January. Nonetheless, the Bank is still projecting a rebound to above-potential growth in 2010, albeit with a lower estimate of potential output growth. As explained in January, the recovery should be supported by a number of factors, including the timeliness and scale of the Bank's monetary policy response; our relatively well-functioning financial system and the gradual improvement in financial conditions in Canada; the past depreciation of the Canadian dollar; stimulative fiscal policy measures; the gradual rebound in external demand; the strength of Canadian household, business, and bank balance sheets; and the end of the stock adjustments in Canadian and U.S. residential housing.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

As a result of the sharper contraction in the global economy, economic growth in Canada has been much weaker than anticipated in the January *Update*. Export volumes fell sharply in the fourth quarter of 2008, led by dramatic declines in exports of motor vehicles and construction-related products to the United States. The terms of trade also plunged, causing real gross domestic income to register its largest quarterly decline on record (*Chart 6*). Canadian households reduced their spending by more than anticipated in response to the decline in their net worth and an elevated level of economic uncertainty (*Charts 7a and 7b*). In total, the volume of final sales of goods declined by about 11 per cent (at annual rates) in the final quarter of 2008 (*Chart 8*).¹ Given the surprising speed and magnitude of this decline, firms were slow to adjust production and therefore accumulated unwanted inventories. The stock-to-sales ratio rose to its highest level in more than a decade. Although this mitigated the decline in real GDP in the quarter, the 3.4 per cent (at annual rates) fall that was recorded was larger than the 2.3 per cent projected in the January *Update*. An inventory correction will therefore be needed, which will put additional downward pressure on growth this year.

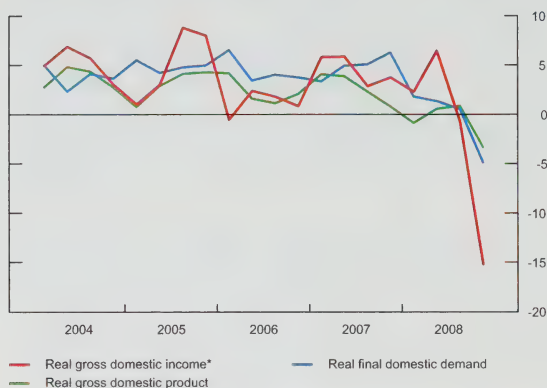
The economic contraction in Canada intensified significantly in the first quarter of 2009. Exports of automotive products, forest products, and industrial materials posted further substantial declines. Firms have started to address their inventory problems, with widespread shutdowns in the

Economic growth in Canada has been much weaker than anticipated in the January Update.

¹ Final sales of goods are defined as the sum of final domestic demand (excluding consumption of services) and goods exports.

Chart 6: Real domestic income has dropped sharply

Quarter-over-quarter percentage change at annual rates



* Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

Source: Bank of Canada calculations, based on Statistics Canada information

automotive sector in particular. Business investment is expected to register another steep decline in response to rising unused capacity and weak terms of trade.

Economy-wide, firms cut about 270,000 jobs in the first quarter and reduced the average work week. Deteriorating labour market conditions, combined with an additional decline in household net worth, are expected to cause further weakness in household spending. Government spending is the only component of demand expected to show positive growth in the quarter. Overall, real GDP is projected to drop at an annual rate of 7.3 per cent in the first quarter—the largest quarterly decline on record since 1961.

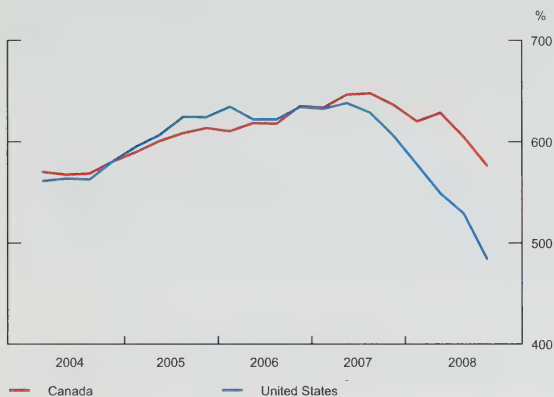
Recent developments are also adversely affecting the growth rate of potential output. Restructuring, especially in the automotive and forest products sectors, is expected to render some of the existing capital stock obsolete. The weaker profile for investment in this projection, relative to previous ones, should also contribute to dampening the growth of trend labour productivity. In light of these factors, the Bank has revised down its assumptions for the growth rate of potential output to 1.2 per cent in 2009, 1.5 per cent in 2010, and 1.9 per cent in 2011 (*Technical Box 1*).²

Given significant restructuring, assumptions for future growth of potential output have been lowered.

² In the October 2008 *Monetary Policy Report*, the Bank had assumed the growth of potential output to be 2.4 per cent in 2009 and 2.5 per cent in 2010 and 2011.

Chart 7a: Wealth shock smaller in Canada than in the United States ...

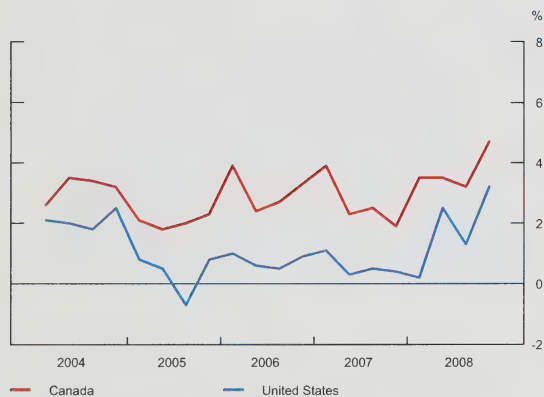
Canadian and U.S. household net worth over personal disposable income



Sources: Statistics Canada and U.S. Federal Reserve

Chart 7b: ... but savings response similar

Personal savings rate



Sources: Statistics Canada and U.S. Bureau of Economic Analysis

Revisions to Potential Output

Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustainable basis without adding to inflation pressures. The Bank's measure of potential output is the product of trend labour productivity and trend labour supply. Trend labour productivity is related mainly to the amount of capital per worker and the pace of technological change.

Significant structural changes are under way in the Canadian economy. These changes are most apparent in the automotive and forestry sectors but are occurring in other sectors as well.¹ Owing to their scale and abruptness, these changes will have an important effect on the current level of potential output and on its short-term growth rate. The closing of plants and other establishments will render a significant proportion of the capital stock obsolete. There will also be adjustment costs as labour is gradually redeployed to other activities. It is estimated that these developments will reduce the level of average labour productivity in the first half of 2009 and, hence, the level of potential output, 1.0 percentage point below what they would otherwise have been.²

In addition, a significant downturn in investment, particularly for purchases of machinery and equipment, will moderate the increase in capital intensity and the adoption of new technology. This, in turn, will slow the growth of average labour productivity over the horizon in this report relative to the Bank's previous assumptions.

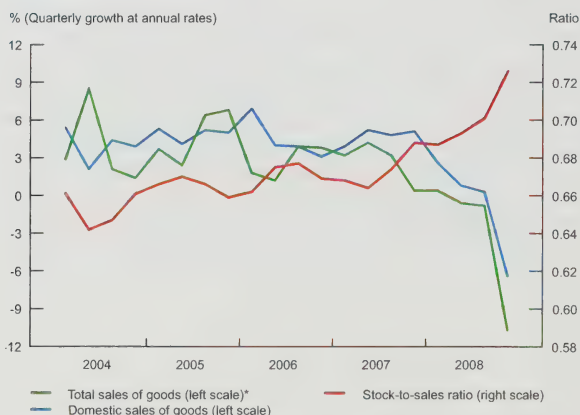
Overall, potential output growth is expected to slow to 1.2 per cent in 2009 and then pick up gradually to 1.5 per cent in 2010 and to 1.9 per cent in 2011. Previously, potential output had been expected to increase by 2.4 per cent in 2009 and by 2.5 per cent in both 2010 and 2011.

The Bank will next review its estimates of potential output growth in its October 2009 *Monetary Policy Report*.

¹ The automotive and forestry sectors account for roughly 5.0 per cent of total output.

² While it is still too early to estimate the magnitude of these structural changes with precision, it is necessary to make an informed judgment, based on historical experience and currently available information, given the key role that potential output plays in the evolution of real economic activity and inflation pressures.

Chart 8: Sales plunged, and inventories grew



* Total sales of goods is final domestic demand less consumption of services plus exports of goods, all in constant dollars.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

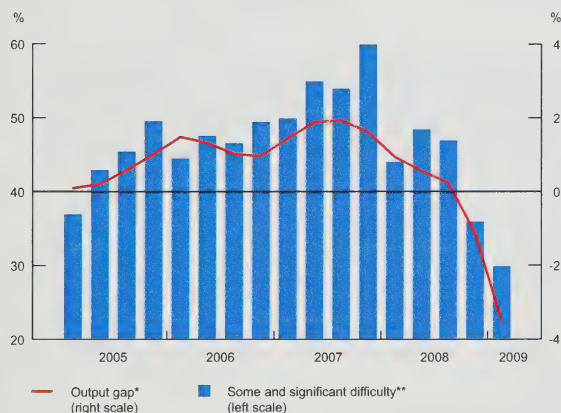
Estimated Pressures on Capacity

Excess supply in the Canadian economy emerged at the end of 2008 and has expanded rapidly. The Bank's conventional measure of the output gap suggests that the economy was operating about 3.5 per cent below its production potential in the first quarter of 2009 (*Chart 9*). In the Bank's spring *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting that they would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand fell to an exceptionally low level. Labour market indicators have started to reflect the downturn in the product market. This is particularly evident in the escalation of the unemployment rate between December and March to its highest level in seven years. The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's spring survey fell to the lowest level in 10 years. In contrast, the 12-month change in the average hourly earnings of permanent workers, reported by Statistics Canada in the *Labour Force Survey*, has shown surprising strength since last autumn.

After reviewing all the indicators of capacity pressures, the Governing Council judges that the economy was operating about 3 per cent below its production capacity in the first quarter of 2009.

The degree of excess supply increased markedly in the first quarter of 2009.

Chart 9: Economy operating well below potential



* Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the first quarter of 2009 is based on a projected decrease in output of 7.3 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Source: Bank of Canada

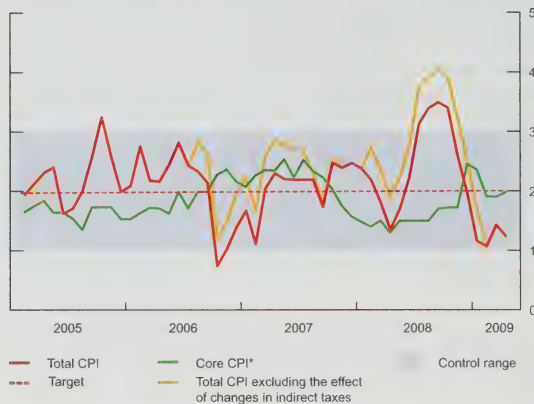
Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation has evolved largely as projected in the January *Update* with a slightly faster deceleration in the core rate of inflation being offset by a smaller decline in energy prices. The latter reflects larger-than-expected increases in the spreads between crude oil prices and gasoline prices. In March, the 12-month rate of increase in total CPI was 1.2 per cent, down from 2.0 per cent in November (*Chart 10*).

Total CPI inflation fell to 1.2 per cent in March while the core rate reached 2.0 per cent.

Chart 10: Inflation has diminished as expected

Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Bank of Canada

Medium-term inflation expectations remain close to the 2 per cent target.

The core rate of inflation reached 2.0 per cent in March, owing largely to a faster-than-expected deceleration in auto prices, which have been unusually volatile in recent months. Core food prices have continued to rise steeply, but this is not expected to persist, given the sharp drop in the prices of agricultural commodities over the past year. With the rise in food prices decelerating and the substantial excess supply gap that has developed, both core and total inflation are poised to slow further over the next few months.

Reflecting the weakness in the economy and past declines in energy prices, measures of near-term inflation expectations have continued to fall in recent months. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 0.2 per cent for 2009. The forecast moves back up to 1.8 per cent for 2010, indicating that medium-term inflation expectations remain well anchored to the 2 per cent inflation target.

Canadian Credit Conditions

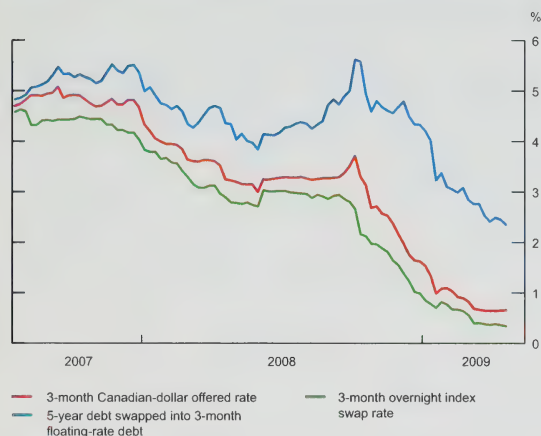
Financial conditions in Canada remain more favourable than in other advanced economies, but are noticeably tighter than normal.

Financial conditions in Canada remain more favourable than in other advanced economies. The underlying strength of the balance sheets of Canadian financial institutions, corporations, and households has made the Canadian financial system better able to weather global storms. Nonetheless, conditions are noticeably tighter than normal, since the global crisis and its associated macroeconomic consequences have led to a widening of lending spreads in many markets and, in particular, a tightening of credit conditions for corporations. Recently, there have been some signs of improvement, although it is too soon to conclude that conditions will return quickly to normal.

The reduction in bank funding costs has, to a significant extent, been passed on to households.

Borrowing costs for banks decreased by about 95 basis points from mid-January through mid-April, owing to the 100-basis-point reduction in the policy interest rate over that period (*Chart 11*). The reduction in bank funding costs has, to a significant extent, been passed on to households. The

Chart 11: Funding costs for Canadian banks have been falling



Note: The last data point for these weekly series is Friday, 17 April 2009.

Sources: Bloomberg, Canadian commercial banks, and Bank of Canada calculations

effective average nominal interest rate on household borrowing has eased further since January to well below its level at the start of the financial turbulence; it is also low by historical standards (*Table 2*). The growth of household credit remains surprisingly strong in light of the weakness of household spending; however, it has decelerated over the past six months (*Chart 12*), led by slower growth in residential mortgage credit, and is likely to slow further in the period ahead.

Canadian businesses are facing more difficult financing conditions. The pricing and availability of business credit, as reported in the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* and *Business Outlook Survey*, tightened further over the past three months (*Chart 13*). Credit spreads for both financial and non-financial issuers remain near record levels but have begun to narrow recently; with the continued decline in government yields, the level of borrowing rates has held relatively steady. Issuance by non-financial corporations is running at a higher level than in the same period last year, as investors have been attracted by the high spreads available on corporate bonds issued by good-quality borrowers, while corporations have taken advantage of the improved access to capital markets to lock in longer-term funding.

The combined effects of various financial factors impinging on real economic activity are summarized in the *financial conditions index* (FCI), which weights a set of financial variables in proportion to their impact on real GDP. Such an index needs to be interpreted with caution, given the inherent difficulty of quantifying the effects of changes in financial variables on the real economy and the short span of some of the data used. For this reason, changes in the FCI are likely to be more informative than its level. The index shows the marked deterioration of Canadian financial conditions in the final quarter of 2008 to their tightest point in the past 10 years (*Chart 14*), as corporate bond rates and spreads rose in response to declining investor appetite for riskier assets. Since January, financial conditions have improved somewhat, as stock market gains and a lower overnight rate have partially offset continued

The pricing and availability of business credit tightened further over the past three months.

Table 2: Interest Rate Declines Reflect Monetary Easing

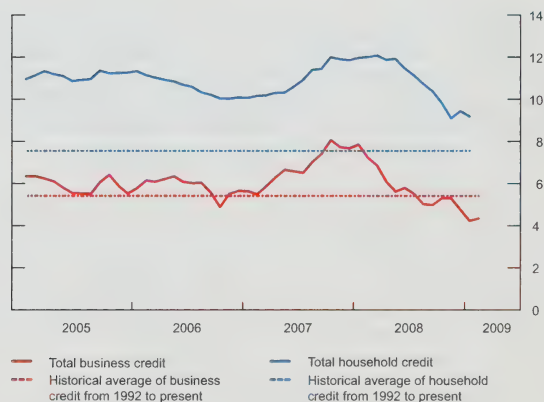
Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 Oct. 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 Dec. 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 Jan. 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 Oct. 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 Dec. 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 Jan. 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
15 April 2009	0.50	2.50	3.25	5.43	0.66	5.53

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg. All other series, Bank of Canada

Chart 12: Credit growth slowing

Year-over-year percentage change



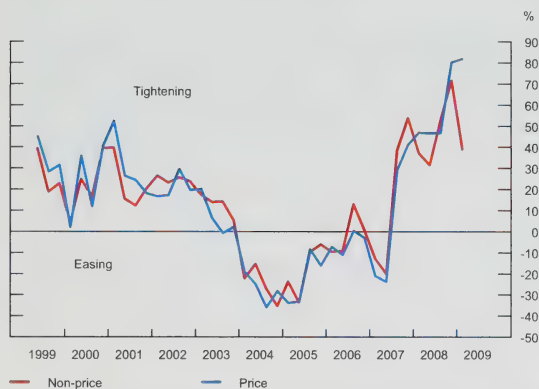
Source: Bank of Canada

higher yields on corporate bonds. Nonetheless, financial conditions remain tight. Further information on a range of indicators used by the Bank to monitor credit conditions is presented on the new Credit Conditions web page at <http://credit.bankofcanada.ca>.

Monetary aggregates continued to grow strongly, despite tightening financial conditions and declining nominal GDP growth. This reflects an increase in money demand associated with low interest rates and portfolio shifts into more liquid assets. In the three months to February, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of 14.2 per cent, while M2++ grew by 9.9 per cent. It is difficult, though,

Chart 13: Borrowing costs remain high for businesses

Price and non-price lending conditions: Balance of opinion from *Senior Loan Officer Survey**



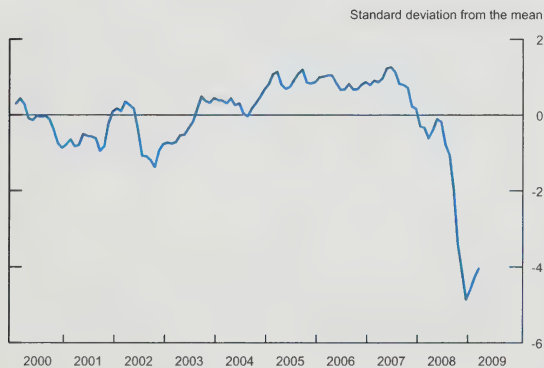
Note: Each series is the simple average of the balances of opinion for the small business, commercial, and corporate sectors.

* The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

Source: Bank of Canada

Chart 14: Financial conditions are tight but have stopped deteriorating

Financial conditions index (FCI), monthly data*



* The FCI aggregates the following variables: credit conditions (as measured by the *Senior Loan Officer Survey*: overall business-lending conditions balance of opinion); corporate bond spread (difference between the yield on a weighted corporate bond and 5-year-and-over Government of Canada bonds); short-term interest rate (overnight rate); long-term interest rate (yield on 10-year-and-over Government of Canada bonds); real exchange rate; stock prices (ratio of the TSX index to GDP); and New Housing Price Index divided by the CPI. For information on the construction and interpretation of the FCI, see <<http://credit.bankofcanada.ca>>.

Source: Bank of Canada calculations

to draw the implications of this monetary expansion for economic activity, particularly since the demand for money is likely to shift even more than usual at low interest rates.

Exchange Rate

Since the January *Update*, the Canadian dollar has traded in a range of 77 to 83 cents U.S., averaging about 80 cents U.S. (Chart 15). Recent support from strengthening oil prices has been largely offset by the weakening economy, leaving the Canadian dollar largely unchanged since the January *Update*.

Chart 15: The Canadian dollar has averaged about 80 cents U.S. since the January Update

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation in the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Policy Response

Canadian fiscal and monetary policies have been eased substantially in response to the deteriorating macroeconomic situation, as part of the coordinated global response.

Canadian fiscal and monetary policies have been eased substantially in response to the deteriorating macroeconomic situation, as part of the coordinated global response. Significant additional fiscal and monetary stimulus has been provided since the January *Update*.

The federal budget announced on 27 January will deliver substantial fiscal stimulus over the 2009–10 period, and further stimulus is being provided by provincial budgets. The effects of this fiscal expansion will begin to be felt in the second half of 2009 and will build through next year.

Monetary policy was also eased significantly over this period, bringing the cumulative easing to 425 basis points since December 2007. The Bank of Canada lowered its target for the overnight interest rate by 50 basis points on 3 March and by a further 25 basis points on 21 April. The Bank judges the resulting level of the overnight rate, 25 basis points, to be the effective lower bound for that rate. Conditional on the inflation outlook, the Bank committed

to hold the target overnight rate at that level until the second quarter of 2010. It is the Bank's judgment that this cumulative easing, together with the conditional commitment, is the appropriate policy stance to move the economy back to full capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 80 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and tight global credit conditions persisting through mid-2010, before improving gradually.

Aggregate Demand and Supply

The Bank's base-case projection now sees the Canadian economy contracting through to the third quarter of 2009 (one quarter longer than in the January *Update*), with real GDP dropping by 3.0 per cent this year on an annual average basis (*Table 3*). This is much weaker than anticipated in January, reflecting two main factors: foreign weakness propagating through trade, financial, and confidence channels, which has been more intense than previously projected; and delays in the implementation of policies (especially in the United States) to stabilize and recapitalize the global financial system, which have weighed on both financial conditions and confidence.

Canada's real GDP is projected to fall by 3.0 per cent in 2009.

Table 3: Contributions to Average Annual Real GDP Growth

Percentage points^a

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.6 (1.8)	-0.8 (0.4)	1.0 (2.0)	2.0
Housing	-0.2 (-0.2)	-1.1 (-1.0)	0.2 (0)	0.7
Government	0.8 (0.9)	1.1 (0.9)	1.3 (1.3)	-0.4
Business fixed investment	0.2 (0.4)	-1.6 (-0.6)	-0.3 (0)	1.1
Subtotal: Final domestic demand	2.4 (2.9)	-2.4 (-0.3)	2.2 (3.3)	3.4
Exports	-1.6 (-1.8)	-4.6 (-2.6)	1.6 (2.1)	2.4
Imports	-0.2 (-0.1)	5.5 (2.4)	-2.0 (-2.1)	-3.0
Subtotal: Net exports	-1.8 (-1.9)	0.9 (-0.2)	-0.4 (0)	-0.6
Inventories	-0.1 (-0.3)	-1.5 (-0.7)	0.7 (0.5)	1.9
GDP	0.5 (0.7)	-3.0 (-1.2)	2.5 (3.8)	4.7
Memo items:				
Potential output	2.0 (2.3)	1.2 (2.4)	1.5 (2.5)	1.9 (2.5)
Real Gross Domestic Income (GDI)	2.0 (2.3)	-6.4 (-3.6)	2.5 (4.1)	6.3

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*. Those for potential output are from Technical Box 1 in the October 2008 *Monetary Policy Report*.

Export volumes are projected to fall significantly in the first half of 2009, reflecting the continued weakness in foreign demand for Canadian motor vehicles, industrial goods, and commodities.

Final domestic demand is expected to contract until the third quarter of 2009, owing to persistent weakness in private domestic demand. The weakness in household spending is mainly due to lower expected real incomes, stemming from the deterioration in labour market conditions, weaker terms of trade,

and lower growth in potential output. Households have also experienced an erosion in their wealth because of declines in equity and house prices. These factors, combined with heightened uncertainty about future incomes and asset prices, have led consumers to increase their desired savings rate. Resale activity in the housing market has slowed significantly, reflecting these developments. Investment in housing is expected to post outright decreases until late 2009.

Business fixed investment is expected to contract sharply in 2009, reflecting a drop in corporate profits, tight credit conditions, weak commodity prices, and the uncertain economic outlook. The projected decline in investment spending is consistent with the results of the Bank's recent *Business Outlook Survey* and Statistics Canada's *Survey of Private and Public Investment Intentions*. Firms also need to draw down their inventories, following the sharp buildup in recent months. Inventory decumulation is projected to subtract significantly from GDP growth during the first three quarters of this year.

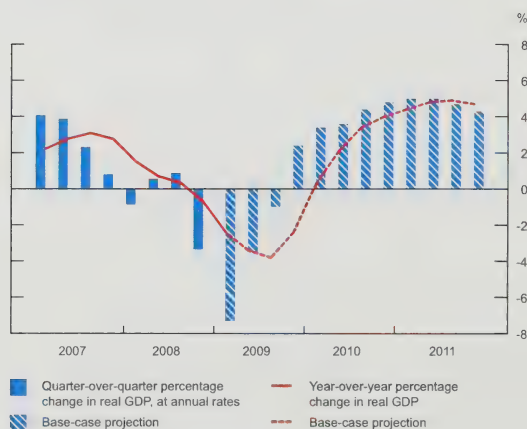
Weak domestic demand in Canada is expected to lead to a large drop in import volumes in 2009, which more than offsets the weakness in sales abroad.

Canada's real GDP is projected to grow by 2.5 per cent in 2010 and 4.7 per cent in 2011.

As in January, real GDP growth is projected to rebound to rates above that of potential output in the final quarter of 2009 (*Chart 16*). On an average annual basis, the economy is projected to grow by 2.5 per cent in 2010 and by 4.7 per cent in 2011. A large part of the downward revision to growth in 2010 is due to the lower assumed growth rate of potential output, relative to the January *Update*.

The anticipated normalization of financial conditions, together with the stimulus coming from monetary and fiscal policies, should restore consumer and business confidence and boost spending in 2010. As well, housing starts should gradually pick up, supported by historically low mortgage rates and demographic requirements of about 175,000 units per year. Exports

Chart 16: Growth in real GDP expected to rebound in 2010



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

are expected to recover in response to the gradual improvement in external demand and the past depreciation of the Canadian dollar.

The Canadian economy is projected to grow more rapidly than the U.S. economy in 2010 and 2011 for a number of reasons. The need for households to repair their balance sheets is smaller in Canada than in the United States, since wealth losses have been smaller (*Chart 7a*). The housing market correction is expected to be much less severe in Canada than in the United States. As well, Canadian exporters will benefit disproportionately from the recovery in the U.S. housing and automotive sectors, which will push the growth rate of U.S. demand for Canadian goods above the projected rate of growth of U.S. real GDP (*Chart 17*).

Chart 17: Composition of U.S. demand should be more favourable to Canadian exports

Quarterly growth at annual rates



* The U.S. activity measure captures growth in sectors of the U.S. economy that are key for Canadian exporters, such as (but not limited to) motor vehicle sales and residential construction.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Owing to the near-term weakness in the growth of aggregate demand, excess supply in the Canadian economy continues to build, expanding in the second half of 2009 to about 4.5 per cent, roughly 0.75 percentage points larger than projected in the January *Update*. As the economy picks up in the fourth quarter and accelerates in 2010–11, excess supply is gradually absorbed, and the economy is expected to reach its productive capacity in the third quarter of 2011.

The Projection for Inflation

The development of substantial excess supply, together with a noticeable deceleration in food prices and modest decreases in house prices, should cause the core rate of inflation to diminish through 2009, reaching a trough of 0.9 per cent in the fourth quarter (*Table 4*). This is slightly lower than expected in January, reflecting the wider output gap. With excess supply being absorbed gradually, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011.

Both core and total CPI inflation are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011.

Table 4: Summary of the Base-Case Projection^a

	2008	2009				2010		2011	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	-3.4 (-2.3)	-7.3 (-4.8)	-3.5 (-1.0)	-1.0 (2.0)	2.4 (3.5)	3.5 (4.7)	4.6 (4.9)	5.0	4.5
Real GDP (year-over-year per- centage change)	-0.7 (-0.3)	-2.4 (-1.3)	-3.4 (-1.7)	-3.8 (-1.6)	-2.4 (-0.1)	1.2 (3.0)	3.7 (4.6)	4.6	4.8
Core inflation (year-over-year per- centage change)	2.2 (2.2)	1.9 (2.1)	1.6 (1.5)	1.3 (1.2)	0.9 (1.1)	1.1 (1.3)	1.4 (1.8)	1.8	2.0
Total CPI (year-over-year per- centage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	-0.1 (-0.6)	-0.8 (-1.0)	1.0 (1.1)	1.6 (1.6)	1.7 (1.8)	1.9	2.0
WTI: (level)	58 (58)	43 (43)	51 (52)	57 (56)	60 (58)	63 (62)	67 (64)	69	71

- a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*.
- b. For half years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.
- c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 April 2009.

As in January, total CPI inflation is expected to fall much more rapidly, dipping below zero in the second and third quarters of 2009, reflecting year-on-year drops in energy prices. The weaker profile for core inflation notwithstanding, the trough for total CPI inflation is not quite as low as in the January *Update*, reflecting the Bank's assumption that recent margins between crude oil prices and gasoline prices will be maintained over the projection horizon. Total CPI inflation is also expected to return to the Bank's 2 per cent target in the third quarter of 2011.

Risks to the Outlook

Global developments continue to pose significant risks to the Bank's inflation projection for Canada, on both the upside and the downside. On the upside, confidence may return more rapidly than envisaged, if convincing action is taken more quickly than assumed to address financial system weaknesses in major economies. This could result in a stronger-than-projected recovery in the global economy as the aggressive and coordinated macroeconomic policy actions already being implemented take effect. On the downside, the global recession could be deeper and more protracted than envisaged if the resolution of these financial system problems is delayed further. More generally, there are risks around the resolution of global imbalances. While cyclical developments appear to be contributing to a narrowing of large current account imbalances, a lasting and orderly resolution will require policies to promote a rebalancing of domestic demand across major economic areas. In addition to these global risks, important uncertainties are associated with the difficult adjustments under way in certain sectors of the Canadian economy, notably energy and automotive.

The uncertainty regarding the effects of unconventional monetary policies, in the event that the recession turns out to be more protracted than expected, and the resulting need for prudence in the use of these instruments, imply that the risks to the Bank's inflation projection are tilted slightly to the downside.

The Bank has attempted to quantify the uncertainties surrounding the inflation projection by using fan charts. Charts A and B in Technical Box 2 show the uncertainty around the projection for core and total CPI inflation. They show, in particular, the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Fan Charts for Inflation

Economic projections are subject to considerable uncertainty. This can arise from different sources: the state of the economy, the nature of economic relationships, and the magnitude and persistence of ongoing shocks (Jenkins and Longworth 2002).

Confidence intervals presented as “fan charts” are an intuitive way of illustrating the uncertainty associated with an economic projection at various horizons. Charts A and B show 50 and 90 per cent confidence intervals for year-over-year core and total CPI inflation from the second quarter of 2009 to the end of 2011. The width of the confidence bands conveys the Bank’s best estimate of the uncertainty associated with the state of the economy and the magnitude and persistence of ongoing shocks.¹

The darkest region of Chart A at the end of 2009 ranges from 0.6 per cent to 1.1 per cent for core CPI inflation and is referred to as a 50 per cent confidence interval. This means that the Bank projects a 50 per cent chance that year-over-year core CPI inflation will be between 0.6 per cent and 1.1 per cent. In addition, there is a 25 per cent chance (or probability) that the true value will be greater than 1.1 per cent, and a 25 per cent chance that it will be less than 0.6 per cent. The same principle applies to the lighter region, except that now the range is wider and, hence, our level of confidence is greater: 90 per cent. In this case, we can say that there is a 90 per cent chance that core CPI inflation will be between 0.2 per cent and 1.5 per cent at the end of 2009. In addition, we can say that we are 95 per cent certain that core inflation will be greater than 0.1 per cent in the second quarter of 2010.² Consequently, the Bank judges that the possibility of a period of sustained deflation in the Canadian economy remains remote.

Chart A: Projection for core CPI inflation

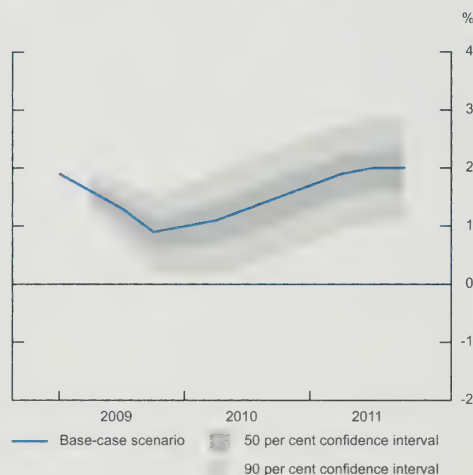
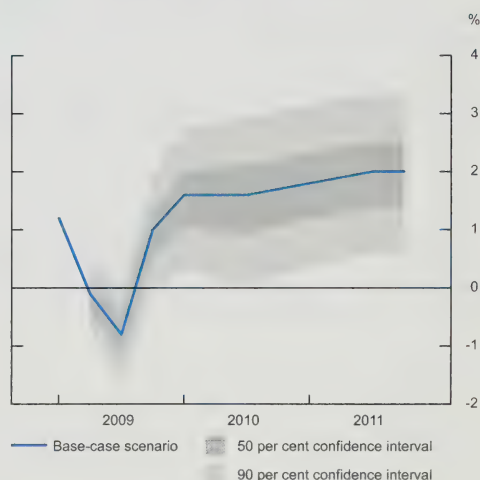


Chart B: Projection for total CPI inflation



Additional technical details on the construction of the fan charts are available at http://www.bankofcanada.ca/en/mon/pr/pdf/backgroundunder_fancharts.pdf.

¹ More specifically, the width of the confidence bands over the first two quarters of the projection is based on the historical errors in the Bank’s projection over the 1995Q1 and 2008Q3 period. The confidence bands beyond the first two quarters are based on the forecast errors from ToTEM, the Bank’s projection model (Murchison and Rennison 2006). The uncertainty associated with the outlook for Canada’s main trading partners, which also influences the confidence intervals, is estimated using the forecast errors from a small model based on MUSE, the Bank’s model of the U.S. economy (Gosselin and Lalonde 2005).

² The second quarter of 2010 corresponds to the trough of the 90 per cent confidence interval for core CPI inflation.

Annex

Framework for Conducting Monetary Policy at Low Interest Rates

The Objective of Monetary Policy

Low, stable, and predictable inflation is the best contribution that monetary policy can make to the economic and financial welfare of Canadians.

Under a joint agreement between the Bank of Canada and the Government of Canada, the objective of monetary policy is to keep total CPI inflation at 2 per cent, the midpoint of a 1 to 3 per cent control range.¹

The Transmission Mechanism

Normally, the Bank conducts monetary policy by setting a target for the overnight interest rate. Changes in the overnight rate influence longer-term market rates, as well as the interest rates set by financial institutions, which, in turn, affect aggregate demand and inflation.² With inflation expectations well anchored at 2 per cent, the basic task is to keep the level of aggregate demand roughly in balance with the level of potential output.

Nominal interest rates cannot fall below zero. Therefore, when the overnight rate is close to zero, the Bank needs to consider alternative instruments that will provide additional stimulus to the economy, if required, to achieve its inflation objective. Even if the overnight rate is close to zero, longer-term market rates and the lending rates set by financial institutions are still likely to be well above zero. These interest rates directly affect the spending decisions of households and businesses. In these circumstances, the aim of monetary policy would be to continue to exert downward pressure on these rates and to improve the availability of credit more generally.

In principle, the Bank could lower the policy rate to zero. However, that would eliminate the incentive for lenders and borrowers to transact in markets, especially in the repo market. Therefore, to preserve the effective functioning of markets in a low interest rate environment, the Bank is setting an effective lower bound (ELB) of 25 basis

points for the overnight rate, and pegging the deposit rate at the target overnight rate.³

Alternative Instruments Available at the Effective Lower Bound

The Bank has identified three main instruments that it would consider using to achieve its inflation objective at the ELB.

- (i) **Conditional statements about the future path of policy rates.** Clear communication is a cornerstone of the Bank's inflation-targeting framework and is a crucial factor behind its success. At the ELB, there are added benefits to increasing transparency through the use of an explicit conditional policy statement tied to the inflation outlook.

Because long-term interest rates on government securities represent averages of current and expected future short-term rates (plus term premiums), a credible conditional commitment by a central bank to keep short-term rates at the ELB for a longer period than previously expected by the market should lower bond yields throughout the term structure and, in turn, support the prices of other financial assets, as well as aggregate demand. If market expectations are already aligned with those of the central bank, these statements would help to keep bond yields low. The Bank could also back up these statements with offers of longer-term purchase and resale agreements (PRAs) at rates consistent with its conditional commitment regarding the operating band. To ensure that market participants understand that the policy statements are conditional on the Bank's inflation outlook and can assess the risks around the projection, such statements would be supplemented with the publication of confidence intervals around the projection. This information should help shape market expectations of future short-term interest rates.

1 The agreement can be found at <www.bankofcanada.ca/en/press/2006/pr06-18.html>.

2 For a depiction of the transmission mechanism, see <www.bankofcanada.ca/en/monetary_mod/index.html>.

3 The deposit rate, i.e., the interest paid on settlement balances (deposits) held at the Bank by direct participants in the Large Value Transfer System, is the lower limit of the operating band for the overnight rate. The deposit rate will provide an effective floor on the overnight rate because institutions will not have the incentive to lend at market rates below the deposit rate when they can earn that rate on balances held at the Bank. For a description of the framework for implementing monetary policy, see Engert, Gravelle, and Howard (2008). Some changes will occur to the operating band framework at the ELB. These are described in the press release of 21 April 2009 at <www.bankofcanada.ca/en/fixed-dates/2009/rate_210409.html>.

The other instruments that the Bank could use are more “unconventional,” involving outright purchases of assets. These purchases operate through changes in the composition, as well as the size, of the central bank balance sheet.

(ii) **Quantitative easing.** Quantitative easing refers to outright purchases of financial assets through the creation of excess settlement balances (that is, central bank reserves). These asset purchases will push up the price of, and reduce the yield on, the purchased assets (which could include government securities or private assets).⁴ The expansion of the amount of settlement balances available to direct participants in the Large Value Transfer System would encourage them to acquire assets or increase the supply of credit to households and businesses. This would increase the supply of deposits (or monetary aggregates) and further increase the demand for other financial assets, pushing their prices up and their yields down. Central bank purchases of treasury bills and short-term government bonds would also help reinforce the impact of the conditional statements about the future policy rate.

(iii) **Credit easing.** Credit easing refers to purchases of private sector assets in certain credit markets that are important to the functioning of the financial system but that are temporarily impaired. The objective of credit easing is to reduce risk premiums and improve liquidity and trading activity in these markets. This would, in turn, stimulate credit flows and aggregate demand. Credit easing does not need to be financed through an expansion of settlement balances. It could, instead, be financed either by reducing holdings of other assets or by increasing government deposit liabilities, so that the monetary base remains unchanged. In other words, the impact of credit easing on the level of settlement balances could be “sterilized” (Figure 1).

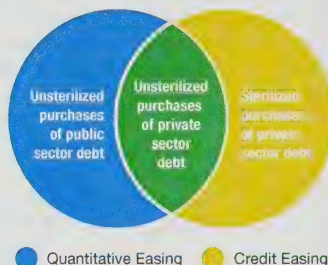
A number of factors will influence the relative effectiveness of these instruments. The direct impact on the yield of the purchased asset will depend importantly on the degree of substitutability between asset classes (which may not be constant over time). The effect will be greater if the degree of substitutability is low. However, in that case, the pass-through from changes in the yields on the purchased assets to those on other asset classes in the economy is also likely to be low. If assets are highly substitutable, it will be more difficult to substantially affect their yields, but any given impact will be transmitted more broadly across asset classes.

4 Although quantitative easing is now referred to as an unconventional monetary policy tool, the purchase of government securities is, in fact, the conventional textbook approach to monetary policy. A central bank can alter policy by changing either the quantity or the price of liquidity supplied to the financial system. In practice, most central banks have chosen to conduct monetary policy by targeting the price of liquidity because the relationships between the amount of liquidity provided by the central bank and monetary aggregates on the one hand, and between the monetary aggregates and aggregate demand and inflation on the other, are not very stable.

The macroeconomic impact of alternative actions will depend importantly on the degree of pass-through to the interest rates faced by households (since household spending represents a large share of the economy), the extent to which the intervention helps alleviate constraints in credit markets, and the response of the exchange rate to declines in yields on domestic securities. It will also depend on the extent to which financial institutions use the additional reserves to expand their supply of credit.

Although a number of instruments are available to stimulate aggregate demand at the ELB, there is considerable uncertainty with respect to the size and timing of the economy’s response to these measures.

Figure 1: Financing and Type of Asset Purchases



Principles Guiding Potential Bank of Canada Actions

The following principles will guide the Bank’s thinking in terms of which actions to undertake:

- **Focus on inflation target.** The Bank would undertake transactions in the amounts and types that will have the desired effect in supporting aggregate demand and achieving the inflation target.
- **Impact.** Asset purchases would be concentrated in the maturity range where they are expected to have the maximum impact on the economy. When considering transactions in private credit markets, the focus would be on those exhibiting a clear “market failure” (as evidenced, for example, by persistently excessive liquidity premiums) that has significant macroeconomic consequences through its impact on credit conditions and credit flows, and which central bank credit facilities or purchase programs can help alleviate.
- **Neutrality across sectors and across similar assets.** To limit potential distortions, actions should be taken in as broad and neutral a fashion as possible. Markets in which purchases would occur should be defined as

broadly as possible. Operations should be conducted in a neutral fashion (e.g., through an auction).

- **Prudence.** The Bank would take into account investment quality and would minimize operational risks. It would mitigate financial risks to its balance sheet, which could arise from changes in yields (valuation losses) or from the credit performance of private sector assets (credit losses).

The Bank would coordinate with the federal government to ensure that, together, measures taken to ease credit conditions and to stimulate the economy will achieve the best outcome.

Key Indicators

The Bank would closely monitor a number of indicators to assess the effectiveness of its policy measures. Most important will be the overall effect of any actions on the financing conditions faced by households and businesses and, thus, on aggregate demand and inflation.

Some indicators would be used to judge the direct impact of a particular instrument. For example, the effectiveness of conditional statements regarding the future policy rate can be judged by their observed impact on longer-term interest rates. The effectiveness of quantitative easing (or, alternatively, the gauge of required easing) would be judged in the first instance by the movement in the yield curve and more generally by movements in broader financial conditions, while that of credit easing would be judged by reductions in risky spreads and increased issuance activity. In assessing the effectiveness of any measures taken, the Bank would need to control for other factors that may have simultaneously affected the markets in question.

Results from the *Business Outlook Survey* and the *Senior Loan Officer Survey* would be very useful in assessing changes in the credit terms and conditions faced by firms. To provide summary indicators of financing conditions, the Bank has constructed aggregate measures of borrowing costs and an overall financial conditions index for the economy.⁵

The Bank would also monitor the evolution of credit and monetary aggregates. However, it is difficult to draw the implications of movements in monetary aggregates for total spending in the economy, since the demand for money and, hence, its velocity, are likely to shift even more than usual at very low interest rates.

The scale of the Bank's interventions would be guided by what is prudently needed to achieve the desired improvement in financial conditions.

Exit Strategy

The exit strategy, or unwinding of the Bank's various facilities and acquisition of assets, would be guided by the Bank's assessment of conditions in credit markets and the inflation outlook.

A number of alternatives are available, including natural runoff through the maturing of the assets, the "refinancing" of the acquired assets (e.g., financing in the repo market or allowing the runoff of other assets on the Bank's balance sheet), and asset sales. In cases where assets need to be sold, the disposition of securities would be carried out at an appropriately measured pace.

Communications

Press releases on each fixed announcement date would remain focused on the target overnight rate and on the conditional statements about the future direction of policy rates.

The press release would also indicate any intention to carry out purchase programs and the approximate size of purchases (where relevant, given the program design) until the next announcement date or the one following. The Bank would explain the broad objectives of any purchases and how they are to be financed. Detailed operational decisions (such as pricing, specific timing, and exact securities eligible) would be communicated in separate announcements.

Press releases on fixed announcement dates and *Monetary Policy Reports* would provide an ongoing assessment of the economy and the outlook for inflation, factoring in judgments regarding the effectiveness of the various policy measures. Speeches and parliamentary appearances would provide additional venues for reporting on the details of the Bank's conduct of monetary policy.

The Bank reserves its right to announce policy measures in the period between fixed announcement dates in exceptional circumstances.

⁵ These measures are included on the Bank's Credit Conditions web page at <http://credit.bankofcanada.ca>.

Bibliographie

- Engert, W., T. Gravelle et D. Howard (2008). *The Implementation of Monetary Policy in Canada*, document d'analyse n° 2008-9, Banque du Canada.
- Gosselin, M.-A., et R. Lalonde (2005). *MUSE: The Bank of Canada's New Projection Model of the U.S. Economy*, rapport technique n° 96, Banque du Canada.
- Jenkins, P., et D. Longworth (2002). « Politique monétaire et incertitude », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 3-10.
- Murchison, S., et A. Rennison (2006). *TOTEM: The Bank of Canada's New Quarterly Projection Model*, rapport technique n° 97, Banque du Canada.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248;
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

actifs, elle modèlerait avec soin le rythme auquel elle s'en départirait.

Communications

Les communiqués d'annonce du taux directeur demeureraient axés sur le taux cible du financement à un jour et continueraient de comporter une déclaration conditionnelle au sujet de l'orientation future du taux directeur.

La Banque préciserait également dans chaque communiqué si elle a l'intention de mettre en œuvre un programme d'achat d'actifs d'ici la prochaine date d'annonce ou la suivante, et elle indiquerait l'ampleur approximative du programme en question (dans la mesure où la conception de celui-ci le justifierait). L'institution expliquerait les grands objectifs de ses acquisitions d'actifs et la manière dont elles seraient financées. Les modalités détaillées (prix, moment de l'opération, titres admissibles, etc.) seraient dévoilées à part.

Dans les communiqués qu'elle publie les jours d'annonce du taux directeur et dans ses rapports sur la politique monétaire, la Banque continuerait de présenter son évaluation de la situation économique et des perspectives en matière d'inflation, en se fondant sur son appréciation de l'efficacité des diverses mesures de politique monétaire adoptées. Les discours qu'elle prononce ses dirigeants seraient autant d'occasions supplémentaires où la Banque pourrait rendre compte en détail de la façon dont elle conduit la politique monétaire.

La Banque se réserve le droit, dans des circonstances exceptionnelles, d'annoncer de nouvelles mesures en dehors du calendrier préétabli.

Bien que la banque centrale dispose d'un certain nombre d'instruments pour stimuler la demande globale lorsque le taux directeur se situe à sa valeur plancher, l'intensité et la rapidité avec laquelle l'économie réagirait aux mesures adoptées sont très incertaines.

Principes guidant les interventions potentielles de la Banque du Canada

La réflexion de la Banque au sujet des actions à entreprendre se fondera sur les principes suivants :

- **Accent mis sur la cible d'inflation.** La Banque conclurait des transactions du montant et du type requis pour apporter le soutien souhaité à la demande globale et atteindre la cible d'inflation.

- **Incidence.** Les acquisitions d'actifs seraient concentrées dans l'intervalle des échéances jugées les plus susceptibles de maximiser leur incidence sur l'économie. Lorsquedes transactions sur les marchés du crédit privé seraient envisagées, les marchés visés seraient ceux dont la « déflation » manifeste (attestée, par exemple, par la persistance de primes de liquidité excessives) à des effets macroéconomiques importants du fait de ses répercussions sur les conditions du crédit et les flux de crédit et peut être palliée en partie grâce aux mécanismes d'octroi de liquidités ou aux programmes d'achat de la banque centrale.

- **Neutralité à l'égard des secteurs et des actifs de nature similaire.** Pour limiter le risque de distorsions, les mesures seraient mises en œuvre de la façon la plus globale et la plus neutre possible. Les marchés sur lesquels s'effectueraient les achats seraient définis le plus largement possible. Les opérations seraient conduites de manière neutre (au moyen d'adjudications par exemple).

- **Prudence.** La Banque prendrait en compte la qualité des placements et veillerait à réduire au maximum les risques opérationnels. Elle s'attacherait également à limiter les risques financiers pour son bilan, c'est-à-dire les pertes qu'occasionneraient des variations des rendements ou une détérioration de la qualité des titres privés eux-mêmes (pertes de réévaluation ou pertes sur créances).

La Banque coordonnerait son action avec le gouvernement fédéral afin d'optimiser l'effet des mesures prises de part et d'autre pour assouplir les conditions du crédit et stimuler l'économie.

Indicateurs clés

La Banque suivrait de près un certain nombre d'indicateurs en vue d'évaluer l'efficacité de ses interventions. Le facteur prépondérant serait l'effet total de l'intervention sur les conditions de financement auxquelles sont

confrontés les ménages et les entreprises et, donc, sur la demande globale et l'inflation.

Différents indicateurs serviraient à jauger les retombées directes du recours à un instrument donné. Par exemple, on jugerait de l'efficacité des déclarations conditionnelles concernant l'évolution future du taux directeur par leur effet sur les taux d'intérêt à plus long terme.

L'efficacité des mesures d'assouplissement quantitatif (ou, à l'inverse, le degré d'assouplissement nécessaire) se mesurerait dans un premier temps à l'aune de la modification éventuelle de la courbe des taux et, de manière plus générale, de l'évolution des conditions globales de financement. Pour sa part, l'efficacité des mesures d'assouplissement du crédit serait évaluée à la lumière du recul des primes de risque et de la hausse des activités d'émission. Pour être en mesure de bien juger de l'incidence de son action, la Banque devrait tenir compte de l'effet de tout autre facteur ayant pu jouer sur les marchés concernés.

Les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises et de son enquête auprès des responsables du crédit seraient fort utiles pour évaluer l'évolution des modalités du crédit aux entreprises. La Banque a mis au point des indicateurs sommaires des conditions financières, dont des mesures globales du coût des emprunts et un indice des conditions financières à l'échelle de l'économie⁵.

La Banque surveillerait aussi l'évolution des agrégats de la monnaie et du crédit. Toutefois, l'incidence des variations des agrégats monétaires sur la dépense globale est difficile à jauger, puisque, dans un contexte de très bas taux d'intérêt, la demande de monnaie et, partant, sa vitesse de circulation risquent de varier encore plus qu'à l'accoutumée.

L'ampleur des interventions de la Banque serait guidée par une appréciation prudente des mesures nécessaires pour produire l'amélioration souhaitée des conditions financières.

Stratégie de désengagement

La stratégie de désengagement, c'est-à-dire le dénouement des positions prises par la Banque dans le cadre des facilités de crédit et programmes d'achat d'actifs mis en place, serait guidée par son évaluation des conditions régnant sur les marchés du crédit et des perspectives en matière d'inflation.

Plusieurs possibilités s'offriraient à la Banque : elle pourrait laisser les actifs acquis naturellement à échéance, les « refinancer » (en les mettant en pension, par exemple, ou en laissant échoir d'autres actifs figurant à son bilan) ou les vendre. Si la Banque devait vendre des

⁵ Ces mesures sont publiées dans le site Web de la Banque, à la page consacrée aux conditions du crédit (<http://credit.banquecanada.ca>).

4 Si l'on range aujourd'hui l'assouplissement quantitatif parmi les outils non traditionnels de la politique monétaire, l'achat de titres d'État constitue en fait le mode d'intervention classique des autorités monétaires selon les manuels d'économie. La banque centrale peut modifier l'orientation de sa politique en agissant sur le volume ou le prix des liquidités injectées dans le système financier. Dans la pratique, la plupart des banques centrales ont choisi de mettre en œuvre leur politique monétaire en prenant pour cible le prix des liquidités, car la relation entre le volume des liquidités fournies par la banque centrale et les agrégats monétaires et celle entre la demande globale et l'inflation ne sont pas très stables.

3. Assouplissement direct du crédit. Il s'agit de l'achat d'actifs privés effectué directement sur certains marchés de crédit qui sont essentiels au bon fonctionnement du système financier et qui sont temporairement

2. Assouplissement quantitatif. Il s'agit d'achats fermes d'actifs financiers financés par la création de soldes de règlement excédentaires (c'est-à-dire les réserves que détiennent les institutions financières à la banque centrale). Ces achats feraient augmenter le prix des actifs acquis (qui pourraient être aussi bien des titres d'État que des actifs du secteur privé) et diminuer leur rendement¹. La hausse des soldes de règlement mis à la disposition des participants directs au système de transfert de paiements de grande valeur encouragerait ceux-ci à acheter des actifs ou à accroître l'offre de crédit aux ménages et aux entreprises. Il résulterait un accroissement de l'offre de dépôts (ou des agrégats monétaires) et une hausse additionnelle de la demande d'autres actifs financiers, ce qui tirerait leurs prix vers le haut et leurs rendements vers le bas. L'achat par la banque centrale de bons du Trésor et d'obligations d'État assorties d'une échéance rapprochée contribuerait aussi à renforcer l'incidence des déclarations conditionnelles au sujet de la trajectoire future des taux d'intérêt.

Les autres instruments que la Banque pourrait employer sont moins traditionnels en ce sens qu'ils consistent en des achats fermes d'actifs. Ces achats feraient sentir leur effet par le jeu de modifications de la composition et de la taille du bilan de la banque centrale.

le fait même, les prix des autres actifs financiers ainsi que la demande globale. Si les attentes des marchés et de la banque centrale devaient déjà concorder, ces déclarations aideraient à conserver les rendements obligataires à de bas niveaux. La Banque pourrait aussi évaluer de telles déclarations par l'offre de prises en pension à plus long terme à des taux compatibles avec son engagement conditionnel à l'égard de la fourchette opérationnelle. Afin que les acteurs des marchés comprennent bien que les déclarations de la Banque sont subordonnées à sa projection en matière d'inflation et qu'ils puissent évaluer les risques entourant cette dernière, ce type de déclarations s'accomplirait de la publication d'intervalles de confiance autour de la projection. L'information ainsi fournie concourrait à façonner les attentes des marchés concernant l'évolution future des taux d'intérêt à court terme.



Figure 1 : Financement et type d'acquisition d'actifs

Un certain nombre de facteurs influenceraient l'efficacité relative de ces instruments. L'incidence directe d'un achat large part du degré de substituable entre les catégories d'actifs (lequel peut varier dans le temps). Elle sera plus importante si les actifs sont peu substituables entre eux. Dans ce cas, toutefois, la mesure dans laquelle les variations du rendement des actifs achetés se répercuteront sur celui des autres catégories d'actifs risque aussi d'être limitée. Si le degré de substituable est élevé, il sera plus difficile de faire varier le rendement des actifs visés de façon marquée, mais l'effet exercé sera plus largement diffusé entre les catégories d'actifs.

L'incidence macroéconomique des interventions entre-prises sera fortement tributaire de l'effet qu'elles auront sur les taux d'intérêt relatifs aux prêts des ménages (puisque les dépenses de ces derniers représentent une part importante de l'économie), de la mesure dans laquelle ces interventions contribueront à lever les contraintes sur les marchés du crédit et de la réaction du taux de change au recul du rendement des titres libellés dans la monnaie nationale. Leur incidence macroéconomique sera également fonction de la mesure dans laquelle les institutions financières font usage de leurs soldes de règlement additionnels pour augmenter leur offre de crédit.

mis à mal. Cette mesure vise à réduire les primes de risque, à améliorer la liquidité et à stimuler l'activité sur ces marchés, dans le dessein de relancer les flux de crédit et la demande globale. Il n'est pas nécessaire que ces achats d'actifs soient financés par une expansion des soldes de règlement; ils pourraient l'être par la vente d'autres actifs du portefeuille ou par une hausse des dépôts du gouvernement à la banque centrale, de telle sorte que la base monétaire ne soit pas modifiée. En d'autres termes, l'effet de l'assouplissement direct du crédit sur le niveau des soldes de règlement pourrait être « stérilisé » (Figure 1).

Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt

L'objectif de la politique monétaire

C'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible que la politique monétaire peut le mieux contribuer à la prospérité économique et financière des Canadiens. Selon les termes d'une entente conclue entre la Banque du Canada et le gouvernement canadien¹, l'objectif de la politique monétaire est de maintenir l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global à 2 %, le point médian d'une fourchette qui va de 1 à 3 %.

Le mécanisme de transmission

En temps normal, la Banque mène sa politique monétaire en fixant une cible pour le taux du financement à un jour. Les variations de ce taux influent sur les taux du marché à plus long terme, ainsi que sur les taux d'intérêt établis par les institutions financières, lesquels se répercutent à leur tour sur la demande globale et l'inflation². Les attentes d'inflation étant fermement ancrées à la cible de 2 %, la tâche consiste à préserver en gros l'équilibre entre le niveau de la demande globale et celui de la production potentielle.

Les taux d'intérêt nominaux ne peuvent descendre sous zéro. Par conséquent, lorsque le taux du financement à un jour se rapproche de zéro, la banque centrale doit envisager d'autres mesures propres à stimuler, au besoin, l'économie, en vue de respecter son objectif en matière d'inflation. Même lorsque le taux à un jour est proche de zéro, les taux du marché à plus long terme et les taux de prêt pratiqués par les institutions financières ont de bonnes chances d'être encore bien supérieurs à zéro. Ces taux d'intérêt influencent directement les décisions de dépenses des ménages et des entreprises. Dans ces conditions, la tâche de la politique monétaire serait de continuer à faire pression à la baisse sur ces taux et de chercher à améliorer la disponibilité du crédit de façon générale.

En principe, la Banque pourrait abaisser le taux direct- leur jusqu'à zéro. Cependant, elle supprimerait par le fait même l'incitation des prêteurs et des emprunteurs à

1 On trouvera le texte de leur déclaration commune à l'adresse <http://www.banquecanada.ca/fr/presse/2006/pr06-181.html>.
2 Le mécanisme de transmission est décrit à l'adresse <http://www.banquecanada.ca/fr/index.html>.

conclure des opérations sur les marchés, en particulier celui des pensions. Afin de préserver le bon fonctionnement des marchés dans un contexte de bas taux d'intérêt, la Banque a donc décidé d'établir une valeur minimale de 25 points de base pour le taux du financement à un jour et de fixer le taux de rémunération des dépôts au taux cible du financement à un jour³. Cette valeur minimale est désignée sous le nom de « valeur plancher » dans la suite du texte.

Autres instruments dont la Banque dispose une fois le taux directeur fixé à sa valeur plancher

La Banque a défini trois grands instruments dont elle pourrait envisager de se servir pour atteindre son objectif d'inflation une fois le taux directeur établi à sa valeur plancher.

1. Déclarations conditionnelles au sujet de la tra-

jectoire future des taux directeurs. La clarté des communications constitue un fondement essentiel du régime de cibles d'inflation de la Banque et est au cœur de sa réussite. Une fois le taux directeur fixé à sa valeur plancher, l'accroissement de la transparence par la formulation de déclarations conditionnelles explicites subordonnées aux perspectives en matière d'inflation présente plusieurs avantages.

Comme les taux d'intérêt à long terme sur les titres d'État représentent des moyennes des taux à court terme actuels et attendus (augmentés de primes de terme), un engagement conditionnel crédible de la banque centrale à maintenir les taux à court terme à la valeur plancher pour une période plus longue que ce que les marchés avaient prévu jusqu'ici devrait faire diminuer les rendements obligataires sur l'ensemble des échéances de la courbe des taux et soutenir, par

3 Le taux de rémunération des dépôts – soit l'intérêt servi sur les soldes de règlement que les participants directs au système de transfert de paiements de grande valeur détiennent à la Banque – est la limite inférieure de la fourchette opérationnelle établie pour le taux du financement à un jour. Il constitue un véritable plancher pour le taux à un jour puisque les institutions peuvent toujours placer leurs liquidités excédentaires à la banque centrale à ce taux au lieu de les prêter à un taux du marché qui lui serait inférieur. Engerl, Garavito et Howard (2008) décrivent le cadre de mise en œuvre de la politique monétaire. Certains changements ont été apportés au cadre d'application de la fourchette plancher en raison de la fixation du taux directeur à sa valeur plancher. Ils sont décrits dans le communiqué du 21 avril 2009, à l'adresse http://www.banquecanada.ca/fr/dates-fixes/2009/rate_210409fr.html.

Graphiques en éventail de l'inflation

Note technique 2

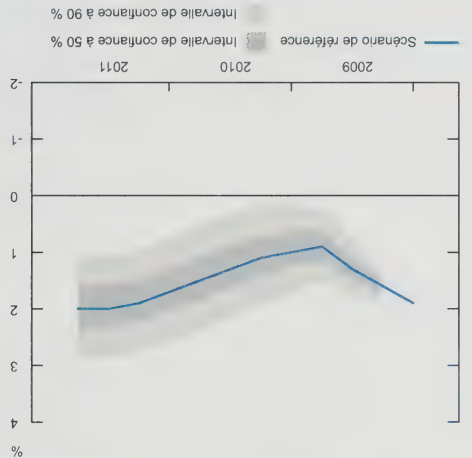
Les projections économiques sont entachées d'une incertitude considérable, qui peut avoir différentes sources : l'état de l'économie, la nature des relations économiques et l'ampleur et la persistance des chocs en cours (Jenkins et Longworth, 2002).

L'incertitude dont sont empreintes les projections à divers horizons temporels peut être illustrée intuitivement au moyen de « graphiques en éventail » du genre reproduit ci-dessous. Les graphiques A et B présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du deuxième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011. La largeur des intervalles de confiance reflète la meilleure estimation faite par la Banque de l'incertitude liée à l'état de l'éco-

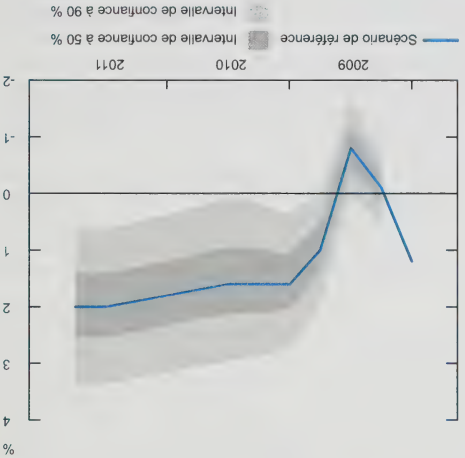
nomie ainsi qu'à l'ampleur et à la persistance des chocs en cours.

L'aire de couleur foncée du Graphique A correspond à l'intervalle de confiance à 50 %; la limite inférieure de cet intervalle pour l'inflation mesurée par l'indice de référence est de 0,6 % à la fin de 2009, et sa limite supérieure, de 1,1 %. Cela signifie que la Banque évalue à 50 % la probabilité que le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence se situe entre 0,6 % et 1,1 %. En outre, il y a 25 chances sur 100 que le taux d'inflation soit supérieur à 1,1 % et 25 chances sur 100 qu'il soit inférieur à 0,6 %. Le même principe s'applique à l'aire de couleur claire du Graphique, à la différence que, l'intervalle s'élargissant, le niveau de confiance s'élève et passe à 90 %. Dans ce cas, la Banque estime à 90 % la probabilité que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'inscrive entre 0,2 % à la fin de 2009. On peut ajouter qu'elle est sûre à 95 % que cette mesure dépassera 0,1 % au second trimestre de 2010². Par conséquent, la Banque est d'avis qu'une période de déflation soutienne

Graphique A : Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence



Graphique B : Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global



On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

1 Pour les deux premiers trimestres de la projection, la largeur des intervalles de confiance se fonde sur les erreurs constatées dans les projections de la Banque pour la période comprise entre le premier trimestre de 1995 et le troisième trimestre de 2008. Au-delà, leur largeur est basée sur les erreurs de prévision de l'OTCM, le modèle de projection utilisé à la Banque (Murchison et Hemson, 2006). L'incertitude entourant les perspectives économiques des principaux partenaires commerciaux du Canada, qui influence aussi la largeur des intervalles de confiance, est estimée à l'aide des erreurs de prévision d'un petit modèle inspiré de MUSC, le modèle de l'économie américaine dont se sert la Banque (Gosselin et Lalonde, 2005).

2 Le second trimestre de 2010 correspond au creux de l'intervalle de confiance à 90 % pour l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Les risques entourant les perspectives

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action convaincante était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macroéconomique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escamotée. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée qu'on ne le suppose si la résolution des problèmes touchant le système financier était encore retardée. Plus généralement, des risques entourant la correction des déséquilibres mondiaux. Les évolutions cycliques semblent certes contribuer à réduire les importants déséquilibres des balances courantes, mais pour que se produise une correction durable et ordonnée, il faudra des politiques favorisant un rééquilibrage de la demande intérieure parmi les grandes zones économiques. Outre ces risques internationaux, les ajustements difficiles auxquels procèdent certains secteurs de l'économie canadienne, notamment ceux de l'énergie et de l'automobile, sont empreints d'incertitudes considérables.

L'incertitude entourant les effets des instruments de politique monétaire non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'user de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants.

La Banque s'est efforcée de quantifier, à l'aide de graphiques en éventail, les incertitudes pesant sur sa projection relative à l'inflation. Les Graphiques A et B de la Note technique 2 illustrent ces incertitudes en ce qui a trait à l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

que la croissance s'accélérera, en 2010-2011, l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement, et l'économie canadienne devrait tourner aux limites de sa capacité de production au troisième trimestre de 2011.

La projection en matière d'inflation

L'accroissement sensible de l'offre excédentaire, conjugué à la décélération

notable des prix des aliments et au recul modeste des prix des maisons, devrait entraîner tout au long de 2009 une réduction de l'inflation mesurée par l'indice de référence, laquelle descendrait jusqu'à 0,9 % au quatrième trimestre (Tableau 4). Ce taux est légèrement inférieur à celui sur lequel on tablait en janvier, du fait d'un élargissement de l'écart de production. Étant donné que l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, le taux d'augmentation de l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.

Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008				2009				2010		2011	
	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annuel) ^b	-3,4	-7,3	-3,5	-1,0	2,4	3,5	4,6	4,7	4,9	5,0	4,5	4,8
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(-2,3)	(-4,8)	(-1,0)	(2,0)	(3,5)	(4,7)	(4,9)					
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-0,7	(-1,3)	(-1,7)	(-1,6)	(-1,0)	(3,0)	(4,6)					
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2	1,9	1,6	1,3	0,9	1,1	1,4					
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(2,2)	(2,1)	(1,5)	(1,2)	(1,1)	(1,3)	(1,8)					
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0	1,2	-0,1	-0,8	1,0	1,6	1,7					
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,0)	(1,2)	(-0,6)	(-1,0)	(1,1)	(1,6)	(1,8)					
WTI ^c	58	43	51	57	60	63	67					
WTI ^c	(58)	(43)	(52)	(56)	(58)	(62)	(64)					
WTI ^c	69	71										

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la Mise à jour du

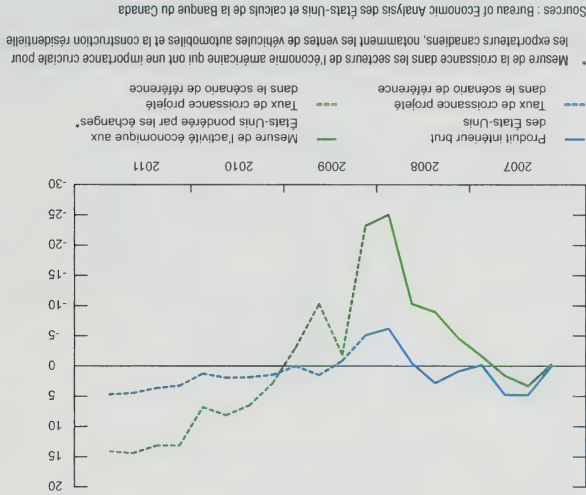
janvier du Rapport sur la politique monétaire.

b. Dans le cas des semestres, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels

annualisés respectifs.

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ £-U, le baril) se fonde sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 avril

De même qu'elle l'indiquait en janvier, la Banque prévoit, compte tenu des baisses en glissement annuel des prix de l'énergie, que l'inflation mesurée par l'IPC global diminuera bien plus rapidement, et sera même négative aux deuxième et troisième trimestres de 2009. En dépit du profil d'évolution moins élevé de l'inflation fondamentale, le creux que toucherait le taux d'augmentation de l'IPC global ne serait pas aussi bas qu'annoncé en janvier, l'institution formulait l'hypothèse que les marges dégagées récemment entre les cours du pétrole brut et les prix de l'essence seront maintenues au cours de la période de projection. La Banque s'attend aussi à ce que l'inflation mesurée par l'IPC global retourne à la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011.



Graphique 17 : La composition de la demande américaine devrait favoriser les exportations canadiennes

Puisque la demande globale promet d'être anémique à court terme, l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne devrait continuer de s'accroître, pour s'établir au second semestre de 2009 aux alentours de 4,5 %, soit environ 0,75 point de pourcentage de plus que prévu en janvier. À mesure que l'économie reprendra de la vigueur, au quatrième trimestre, et

(Graphique 17).

États-Unis à dépasser le taux d'augmentation projeté du PIB réel américain

amener le rythme de croissance de la demande de biens canadiens aux

secteurs du logement et de l'automobile au sud de la frontière, ce qui devrait

teurs canadiens bénéficieront de manière disproportionnée de la reprise des

être bien moins sévère que chez nos voisins du sud. Par ailleurs, les exporta-

tantes (Graphique 7a). Ensuite, la correction du marché du logement devrait

gues américains d'assainir leurs bilans, car leurs pertes ont été moins impor-

d'abord, les ménages canadiens n'ont pas autant besoin que leurs homo-

au Canada qu'aux États-Unis, et ce, pour un certain nombre de raisons. Tout

En 2010 et 2011, le rythme d'expansion de l'activité devrait être plus rapide

passée du dollar canadien, on table sur un redressement des exportations.

de l'amélioration graduelle de la demande extérieure et de la dépréciation

graphiques qui se chiffrent à quelque 175 000 logements par an. Compte tenu

nues par des taux hypothécaires historiquement bas et des besoins démo-

mises en chantier devraient reprendre progressivement de la vigueur, soule-

matéurs et aux entreprises les dépenses en 2010. De même, les

attendue de la situation financière devrait redonner confiance aux consom-

Combinée aux mesures de relance monétaire et budgétaire, la normalisation

pansion envisagée de la production potentielle.

croissance pour 2010 est surtout attribuable à une diminution du taux d'ex-

aux projections de la *Mise à jour* de janvier, la révision à la baisse du taux de

moyenne annuelle, de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011. Comparativement

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs de la Banque du Canada

* Mesure de la croissance dans les secteurs de l'économie américaine qui ont une importance cruciale pour les exportateurs canadiens, notamment les ventes de véhicules automobiles et la construction résidentielle

La demande intérieure finale devrait se contracter jusqu'au troisième trimestre de 2009 en raison de l'atonie persistante de la demande intérieure privée. Le tassement de la dépense des ménages tient en grande partie à un repli anticipé des revenus réels, suscité par une détérioration des conditions du marché du travail, une dégradation des termes de l'échange et un ralentissement de la croissance de la production potentielle. Par ailleurs, les ménages ont vu leur patrimoine s'éroder en raison du fléchissement des prix des actions et des maisons. Ces facteurs, conjugués à une incertitude accrue quant à l'évolution des revenus et des prix des actifs, ont amené les consommateurs à revoir à la hausse leur niveau d'épargne souhaitée. En conséquence, l'activité sur le marché de la revente des maisons a sensiblement ralenti. On s'attend à ce que les investissements dans le secteur résidentiel enregistrent un net recul jusqu'à la fin de 2009.

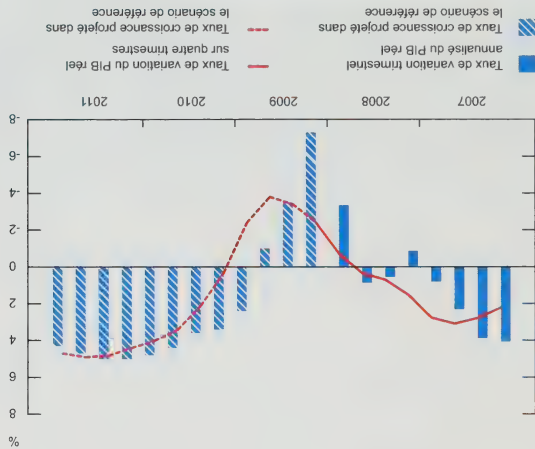
Les investissements fixes des entreprises devraient fléchir considérablement en 2009, sous l'effet d'une baisse des profits des sociétés, du resserrement des conditions du crédit, de la faiblesse des prix des produits de base et de l'incertitude entourant les perspectives économiques. Cette contraction projetée des dépenses d'investissement est conforme aux résultats les plus récents de l'enquête de la Banque du Canada sur les perspectives des entreprises et de l'enquête de Statistique Canada sur les intentions d'investissement dans les secteurs privé et public. Les entreprises ont aussi besoin de réduire leurs stocks, étant donné que ceux-ci ont grimpé en flèche ces derniers mois. La diminution des stocks devrait freiner sensiblement la croissance du PIB au cours des trois premiers trimestres de l'année.

L'atonie de la demande intérieure devrait se traduire par une forte baisse du volume des importations en 2009, laquelle devrait plus que contrebalancer le recul des ventes à l'étranger.

Comme en janvier, on prévoit que le PIB réel rebondira pour atteindre des taux de croissance supérieurs à celui de la production potentielle au dernier trimestre de l'année (Graphique 16). L'économie devrait progresser, en

Le PIB réel du Canada devrait progresser de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011.

Graphique 16 : La croissance du produit intérieur brut réel devrait rebondir en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 80 cents £.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; une appréciation progressive des produits de base non énergétiques liée à la reprise de l'économie mondiale; la persistance de conditions de crédit restrictives à l'échelle mondiale jusqu'au milieu de 2010, puis leur relâchement graduel.

L'offre et la demande globales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit à présent que le fléchissement de l'économie canadienne durera jusqu'à la fin du troisième trimestre de 2009 (soit un trimestre de plus qu'elle ne l'entrevoyait dans la *Mise à jour* de janvier), le PIB réel devant chuter cette année de 3,0 % en moyenne annuelle (*Tableau 3*). Deux grands facteurs sont à l'origine de cet assombrissement marqué des perspectives depuis janvier : premièrement, une faiblesse plus prononcée qu'escompté à l'étranger qui s'est propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance et, deuxièmement, des retards (notamment aux États-Unis) dans la mise en œuvre des politiques visant à stabiliser et à recapitaliser le système financier mondial, retards qui ont pesé à la fois sur les conditions financières et la confiance.

En 2009, le PIB réel du Canada devrait reculer de 3,0 %.

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,6 (1,8)	-0,8 (0,4)	1,0 (2,0)	2,0
Logement	-0,2 (-0,2)	-1,1 (-1,0)	0,2 (0)	0,7
Administrations publiques	0,8 (0,9)	1,1 (0,9)	1,3 (1,3)	-0,4
Investissements fixes des entreprises	0,2 (0,4)	-1,6 (-0,6)	-0,3 (0)	1,1
Total partiel : demande intérieure finale	2,4 (2,9)	-2,4 (-0,3)	2,2 (3,3)	3,4
Exportations	-1,6 (-1,8)	-4,6 (-2,6)	1,6 (2,1)	2,4
Importations	-0,2 (-0,1)	5,5 (2,4)	-2,0 (-2,1)	-3,0
Total partiel : exportations nettes	-1,8 (-1,9)	0,9 (-0,2)	-0,4 (0)	-0,6
Stocks	-0,1 (-0,3)	-1,5 (-0,7)	0,7 (0,5)	1,9
PIB	0,5 (0,7)	-3,0 (-1,2)	2,5 (3,8)	4,7
Production potentielle	2,0 (2,3)	1,2 (2,4)	1,5 (2,5)	1,9 (2,5)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,3)	-6,4 (-3,6)	2,5 (4,1)	6,3

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*. Ceux qui se rapportent à la production potentielle proviennent de la Note technique 1 de la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le volume des exportations devrait reculer de façon marquée au premier semestre de 2009, compte tenu de la faiblesse persistante de la demande étrangère pour les véhicules automobiles, biens industriels et produits de base canadiens.

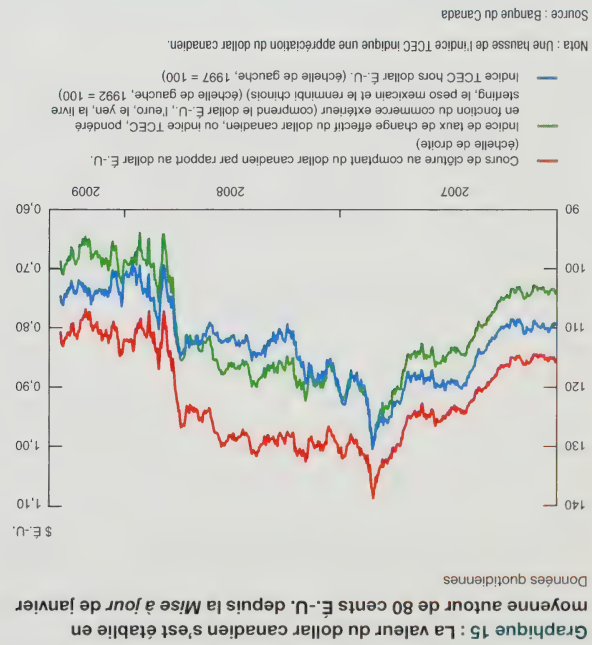
Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière budgétaire et monétaire ont été considérablement assouplies face à la détérioration de la situation macro-économique, et ce, dans le cadre d'une intervention coordonnée à l'échelle internationale. Depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier, d'importantes mesures ont été adoptées en vue d'accroître le degré de détente monétaire et de donner une impulsion additionnelle sur le plan budgétaire.

Le budget fédéral déposé le 27 janvier prévoit un important programme de relance au cours de la période 2009-2010, et les budgets provinciaux comportent d'autres mesures expansionnistes. Les effets commenceront à se faire sentir au second semestre de 2009 et se renforceront tout au long de l'année prochaine.

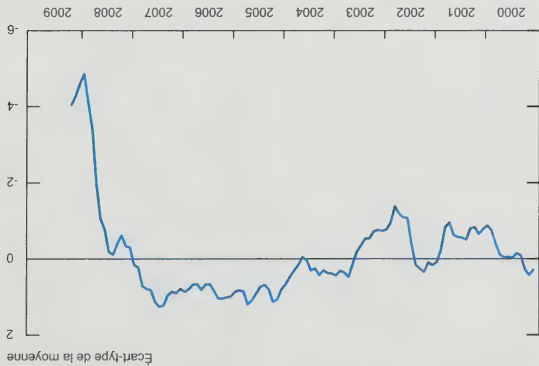
La politique monétaire a également été assouplie considérablement depuis janvier, portant la détente cumulative à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour de 50 points de base le 3 mars et à nouveau de 25 points de base le 21 avril. La Banque estime que le niveau actuel du taux directeur, soit 25 points de base, correspond à la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives de l'inflation, la Banque s'est engagée à maintenir le taux cible du financement à un jour à ce niveau jusqu'au deuxième trimestre de 2010. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible de 2 % soit réalisée.

Les politiques canadiennes en matière budgétaire et monétaire ont été considérablement assouplies face à la détérioration de la situation macroéconomique, et ce, dans le cadre d'une intervention coordonnée à l'échelle internationale.



Graphique 14 : Les conditions financières sont difficiles mais ont cessé de se détériorer

Indice des conditions financières, données mensuelles*



* L'indice des conditions financières se compose des variables suivantes : les conditions du crédit (selon le

solde des options concernant les conditions générales du crédit aux entreprises publié dans l'Enquête

auprès des responsables du crédit, l'écart de rendement sur obligations de sociétés (l'écart entre le

rendement pondéré des obligations de sociétés et celui des obligations du gouvernement du Canada à cinq

ans ou plus), le taux d'intérêt à court terme (le taux du financement à un jour), le taux de change réel; les

cours boursiers (le ratio de l'indice TSX au PIB); et l'indice des prix des logements neufs divisé par l'IPC.

Pour de plus amples renseignements sur la construction et l'interprétation de l'indice, consulter le site

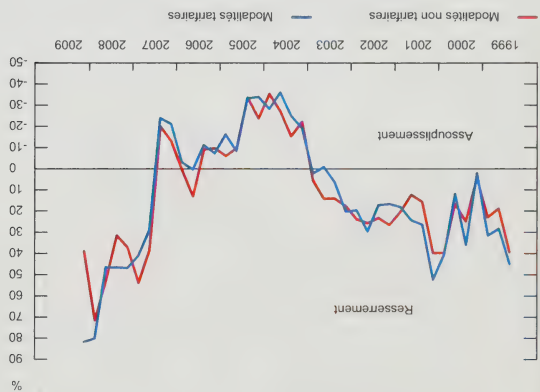
Source : Calculs de la Banque du Canada

Le taux de change

Depuis que la *Mise à jour* de janvier a été publiée, le dollar canadien s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette allant de 77 à 83 cents E.-U. Le soutien apporté établi en moyenne à environ 80 cents E.-U. (*Graphique 15*). Le soutien apporté récemment par le raffermissement des prix du pétrole a été largement annulé par le ralentissement économique, de sorte que la valeur de la monnaie canadienne est restée essentiellement la même depuis la parution de la *Mise à jour* de janvier.

Graphique 13 : Les coûts d'emprunt restent élevés pour les entreprises

Selon les résultats de l'enquête auprès des responsables des prêts, entreprises



Nota : Chaque série représente la moyenne simple des soldes des opinions des institutions financières pour petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

* Le solde des opinions est égal à la différence pondérée de celles qui inclinent vers un assouplissement, sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Source : Banque du Canada

historiques mais ont commencé à se rétrécir récemment. Le recul du rendement des obligations d'Etat se poursuivait, le niveau des taux d'emprunt est demeuré relativement stable. Le niveau d'émission de titres par les sociétés non financières est plus haut qu'à la même période l'an dernier, les investisseurs ayant été attirés par les écarts élevés offerts sur les obligations des sociétés émises par des emprunteurs bien notés, tandis que les sociétés ont profité de l'accès amélioré aux marchés de capitaux pour s'assurer d'un financement à long terme.

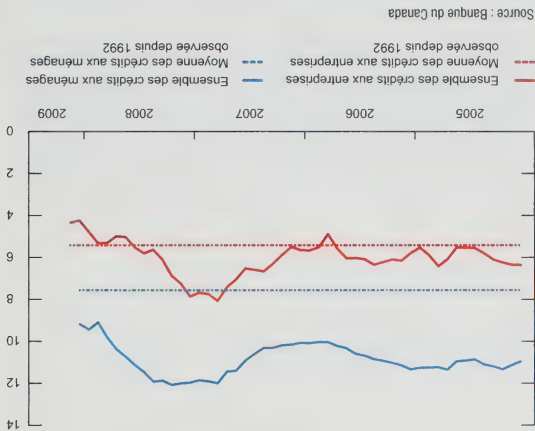
L'action combinée des divers facteurs financiers qui exercent une influence sur l'activité économique réelle se trouve cristallisée dans l'indice des conditions financières, qui regroupe un ensemble de variables financières pondérées selon leur incidence sur le PIB réel. Un tel indice doit être interprété avec prudence vu les difficultés inhérentes à la quantification des effets des changements de ces variables sur l'économie réelle et la brièveté de la période couverte par certaines données. C'est pourquoi les variations de conditions financières du Canada se sont fortement détériorées au dernier trimestre de 2008 et ont affiché un degré de resserrement sans précédent en dix ans (*Graphique 14*), les taux des obligations de sociétés ayant augmenté et les écarts de rendement sur ces titres s'étant creusés par suite de la réduction de la propension des investisseurs à acheter des actifs risqués. Depuis janvier, les conditions financières se sont améliorées quelque peu, les plus-values boursières et la baisse du taux du financement à un jour ayant partiellement compensé l'augmentation continue du rendement des obligations de sociétés. Les conditions financières demeurent néanmoins difficiles. On trouvera de plus amples renseignements sur la gamme d'indicateurs dont se sert la Banque pour suivre les conditions du crédit à la nouvelle page Web créée à cette fin, à l'adresse : <http://credit.banqueducanada.ca>.

Tableau 2 : La baisse des taux d'intérêt reflète l'assouplissement de la politique monétaire
En pourcentage

Date	Taux du finance-ment à court terme	Taux de préférence	Taux hypothécaire variable effectif	Taux hypothécaire estimatif	Taux bancaire à cinq ans	Taux des accepta-tions bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juill. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42	5,42
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41	5,41
6 déc. 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36	5,36
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32	5,32
17 juill. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48	5,48
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99	5,99
11 déc. 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04	6,04
22 janv. 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86	5,86
15 avril 2009	0,50	2,50	3,25	5,43	0,66	5,53	5,53

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 12 : La croissance du crédit ralentit
Taux de variation en glissement annuel



Source : Banque du Canada

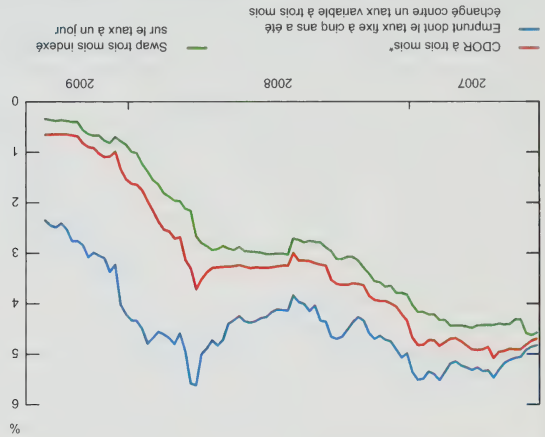
Le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises se sont encore détériorés au cours des trois derniers mois.

Les entreprises canadiennes doivent faire face à des conditions de finan-cement plus difficiles. Comme la Banque l'indique dans sa plus récente livraison des bulletins *Enquête auprès des responsables du crédit* et *Enquête sur les perspectives des entreprises*, le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises se sont encore détériorés au cours des trois derniers mois (Graphique 13). Les écarts de crédit tant pour les sociétés financières que pour les sociétés non financières restent près de leurs maximums

Les conditions du crédit au Canada

Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées. La solidité fondamentale du bilan des institutions financières, des sociétés et des ménages au pays a mieux préparé le système financier canadien à faire face aux turbulences internationales. Néanmoins, les conditions sont nettement plus tendues qu'à l'accoutumée, du fait que la crise mondiale et ses conséquences macroéconomiques ont entraîné un élargissement des écarts de taux relatifs aux prêts sur de nombreux marchés et, en particulier, un durcissement des conditions du crédit pour les sociétés. On a observé certains signes d'amélioration ces derniers temps, mais il est trop tôt pour en conclure que les conditions reviendront rapidement à la normale. Les coûts d'emprunt des banques ont reculé d'environ 95 points de base de la mi-janvier à la mi-avril, en raison de la baisse de 100 points de base du taux directeur au cours de cette période (Graphique 11). La diminution des coûts de financement des banques a été, dans une large mesure, répercutée sur les ménages. Le taux d'intérêt nominal moyen effectif sur les emprunts des ménages a encore fléchi depuis janvier, pour se situer bien en deçà du niveau où il se trouvait au début de la tourmente financière; il est également bas par rapport à ce que l'on a connu dans le passé (Tableau 2). La progression du crédit consenti aux ménages reste étonnamment vigoureuse étant donné l'atonie des dépenses de ces derniers; cependant, elle a décéléré durant les six derniers mois (Graphique 12), sous l'effet surtout du ralentissement de la croissance du crédit hypothécaire à l'habitation, et on s'attend à ce qu'elle ralentisse encore durant la période à venir.

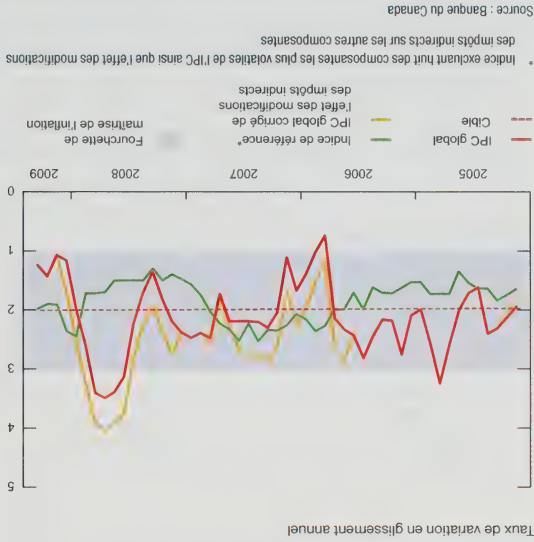
Graphique 11 : Les coûts de financement des banques canadiennes ont diminué



* Le CDOR (Canadian-Dollar Offered Rate) est un taux établi quotidiennement sur la base du taux des acceptations bancaires canadiennes.
 Nota : La valeur la plus récente pour ces séries hebdomadaires est celle du vendredi 17 avril 2009.
 Sources : Bloomberg, banques commerciales canadiennes et calculs de la Banque du Canada

La diminution des coûts de financement des banques a été, dans une large mesure, répercutée sur les ménages.

Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées, mais sont nettement plus tendues qu'à l'accoutumée.

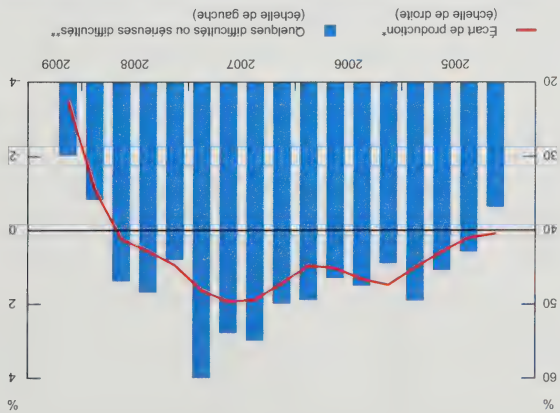


Graphique 10 : L'inflation a reculé comme prévu

Source : Banque du Canada

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2009 se fonde sur une diminution prévue de la production de 7,3 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sévères difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.



Graphique 9 : L'économie tourne nettement en deçà de son potentiel

Révisions apportées aux estimations de la production potentielle

Note technique 1

La production potentielle est le volume de biens et de services que l'économie peut produire de façon durable sans ajouter aux pressions inflationnistes. La Banque calcule la production potentielle en multipliant la productivité tendancielle du travail par l'offre tendancielle de travail. La productivité tendancielle du travail est surtout liée à la quantité de capital par travailleur et au rythme du progrès technique.

L'économie canadienne connaît en ce moment d'importants changements structurels, qui sont particulièrement apparents dans les secteurs automobile et forestier mais qui touchent aussi d'autres secteurs. En raison de leur étendue et de leur soudaineté, ces changements auront une incidence marquée sur le niveau de la production potentielle et son taux de croissance à court terme. La fermeture d'usines et d'autres établissements rendra obsolète une bonne partie du stock de capital, et la réorientation progressive de la main-d'œuvre vers d'autres activités donnera lieu à des coûts d'ajustement. On estime que cela aura pour effet d'abaisser de 1 % le niveau moyen de la productivité du travail, et donc le niveau de la production potentielle, au cours de la première moitié de 2009².

En outre, un recul prononcé des investissements, notamment des achats de machines et de matériel, viendra ralentir l'augmentation de l'intensité du capital et l'adoption de nouvelles technologies — ce qui, à son tour, freinera la croissance de la productivité moyenne du travail sur la période de projection davantage que ne l'avait d'abord présumé la Banque.

Dans l'ensemble, on s'attend maintenant à ce que la croissance de la production potentielle diminue à 1,2 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011; les estimations antérieures laissaient entrevoir une progression de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011. La Banque présentera de nouvelles estimations de la croissance de la production potentielle dans la livraison d'octobre prochain du *Rapport sur la politique monétaire*.

1 Les secteurs automobile et forestier représentent quelque 5 % de la production totale.

2 Bien qu'il soit encore trop tôt pour estimer avec précision l'ampleur de ces changements structurels, il est nécessaire de formuler un jugement averti à la lumière de l'expérience passée et de l'information disponible, compte tenu du rôle clé que joue la production potentielle dans l'évolution de l'activité réelle et des pressions inflationnistes.

avait été envisagé des écarts entre les prix du pétrole brut et ceux de l'essence. En mars, le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global s'était blissait à 1,2 %, comparativement à 2,0 % en novembre (Graphique 10).

L'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 2,0 % en mars, en raison principalement d'une décelération plus rapide qu'on ne s'y attendait des prix des automobiles, qui ont été exceptionnellement volatils dans les derniers mois. Les prix des aliments inclus dans l'indice de référence ont poursuivi leur vive ascension, mais celle-ci ne devrait pas persister, vu le repli marqué des cours des produits agricoles depuis un an. Étant donné la croissance moins rapide du prix des aliments et l'apparition d'une offre excédentaire substantielle, tant le taux d'augmentation de l'indice de référence que celui de l'IPC global devraient diminuer encore davantage dans les mois à venir. Sous l'effet de l'atonie de l'économie et du recul passé des prix de l'énergie, les mesures des attentes d'inflation à court terme ont continué de baisser ces derniers mois. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, le rythme d'accroissement de l'IPC global pour 2009 sera de 0,2 %. Ce taux devrait ensuite remonter à 1,8 % en 2010, ce qui indique que les attentes d'inflation à moyen terme restent solidement arrimées à la cible d'inflation de 2 %.

Les attentes d'inflation à moyen terme continuent d'avoisiner la cible de 2 %.

En mars, le taux d'accroissement de l'IPC global est descendu à 1,2 %, tandis que l'inflation mesurée par l'indice de référence a atteint 2,0 %.

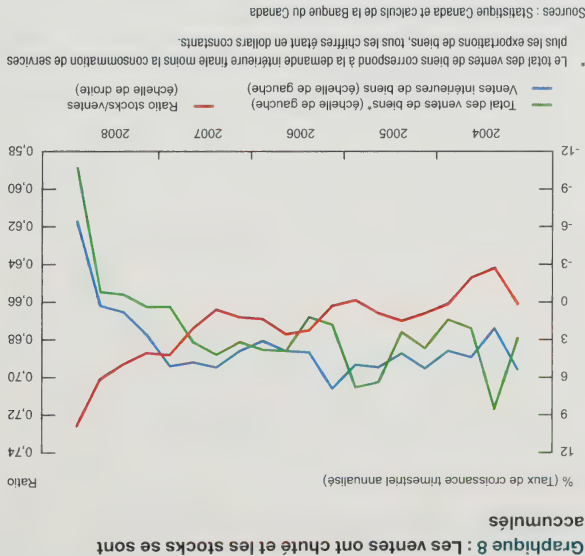
L'inflation et la cible de 2 %

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production, le Conseil de direction est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 % en deçà de son plein potentiel au premier trimestre de 2009.

Une offre excédentaire est apparue au sein de l'économie canadienne à la fin de 2008 et a pris rapidement de l'expansion. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production indique que l'économie journalière était à un niveau d'environ 3,5 % inférieur à son plein potentiel au premier trimestre de 2009 (*Graphique 9*). D'après les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus ce printemps, la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est tombée à un niveau exceptionnellement bas. Les indicateurs du marché du travail ont commencé à refléter la baisse de régime sur le marché des produits. Cette évolution se manifeste tout particulièrement dans l'escalade du taux de chômage entre décembre et mars, lequel a atteint un sommet en sept ans. Le pourcentage des entreprises qui ont fait état de pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque réalisées ce printemps est descendu à son plus bas niveau en dix ans. En revanche, le taux de variation sur douze mois du salaire horaire moyen des employés permanents tiré des données de l'Enquête sur la population active de Statistique Canada a affiché une vigueur surprenante depuis l'automne

L'offre excédentaire s'est accrue sensiblement au premier trimestre de 2009.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

* Le total des ventes de biens correspond à la demande intérieure finale moins la consommation de services plus les exportations de biens, tous les chiffres étant en dollars constants.

Ratio stocks/ventes (échelle de droite)

À la lumière de ces facteurs, la Banque a revu à la baisse ses hypothèses concernant le taux d'accroissement de la production potentielle, à 1,2 % en 2009, à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011 (Note technique 1²).

Graphique 7a : Le choc de richesse est plus faible au Canada

qu'aux États-Unis...

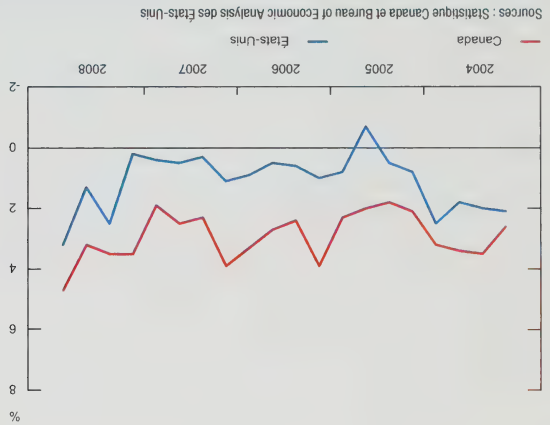
Avoir net des ménages par rapport à leur revenu disponible au Canada et aux États-Unis



Sources : Statistique Canada et Réserve fédérale des États-Unis

Graphique 7b : ... mais la réaction de l'épargne est similaire

Taux d'épargne des particuliers



Sources : Statistique Canada et Bureau of Economic Analysis des États-Unis

2 Dans la livraison d'octobre 2008 du Rapport sur la politique monétaire, la Banque avait postulé un taux de croissance de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011.

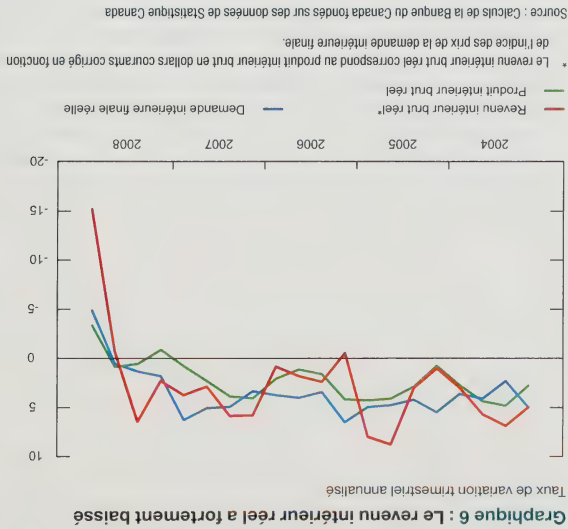
En raison d'une importante restriction, les hypothèses concernant la croissance future de la production potentielle ont été revues à la baisse.

(en rythme annuel), il dépasse les 2,3 % avancés dans la *Mise à jour* de janvier. Une correction des stocks sera par conséquent nécessaire, ce qui accentuera les pressions à la baisse sur la croissance cette année.

La contraction de l'économie canadienne s'est considérablement intensifiée au premier trimestre de cette année. Les exportations de produits automobiles, de produits forestiers et de matières industrielles se sont encore fortement repliées. Les entreprises ont commencé à s'attaquer à leurs problèmes de stocks par de nombreuses fermetures, dans le secteur automobile en particulier. Compte tenu de l'accroissement des capacités inutilisées et du niveau défavorable des termes de l'échange, les investissements des entreprises devraient reculer.

À l'échelle de l'économie tout entière, les entreprises ont supprimé quelque 270 000 emplois au premier trimestre et réduit la durée moyenne de la semaine de travail. La dégradation des conditions sur le marché du travail, conjuguée à une nouvelle réduction de l'avoir net des ménages, devrait avoir pour effet de comprimer davantage les dépenses de ces derniers. Les dépenses publiques constituent la seule composante de la demande qui devrait avoir connu une croissance positive au cours du trimestre. Dans l'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel ait chuté à un taux annualisé de 7,3 % au premier trimestre — la plus forte contraction trimestrielle enregistrée depuis 1961.

Les événements récents ont aussi une incidence négative sur le taux d'augmentation de la production potentielle. On prévoit que la restructuration, notamment dans les secteurs de l'automobile et des produits forestiers, rendra obsolète une partie du stock de capital existant. La détérioration des perspectives en matière d'investissements postulée dans la présente projection, par rapport à ce qui était envisagé précédemment, devrait également contribuer à freiner la progression tendancielle de la productivité du travail.



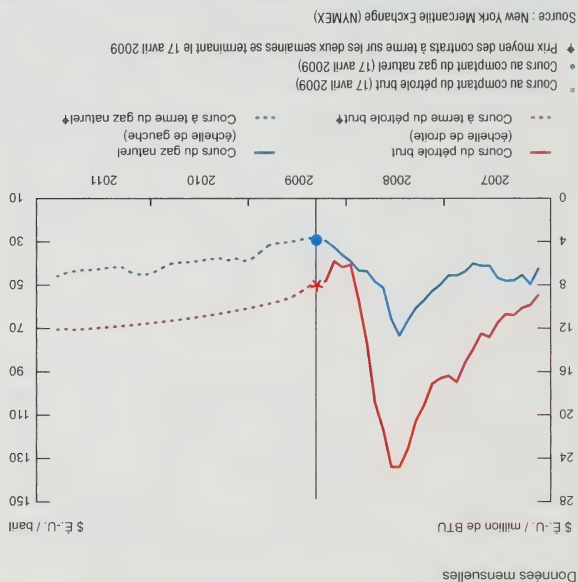
Dans la *Mise à jour* de janvier, la Banque projetait une récession prononcée au Canada, suivie d'une reprise relativement modérée à partir du troisième trimestre de cette année. En raison du caractère davantage marqué et synchronisé du ralentissement de l'activité économique mondiale, la récession en Canada est encore plus profonde qu'anticipé. De plus, la Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre de 2009 et soit plus graduelle qu'escompté en janvier. Cependant, elle prévoit encore que l'économie rebondira et dépassera son potentiel de croissance en 2010, bien qu'elle ait réduit son estimation de l'expansion de la production potentielle. Comme la Banque l'expliquait en janvier, la reprise devrait être soutenue par plusieurs facteurs, dont la rapidité et l'ampleur des mesures de politique monétaire prises par la Banque; le fonctionnellement effricace du système financier canadien et l'amélioration graduelle des conditions financières au pays; la dépréciation passée du dollar canadien; les mesures de relance budgétaire; la remontée progressive de la demande extérieure; la solidité du bilan des banques, des entreprises et des ménages canadiens; et la fin de l'ajustement des stocks dans le logement résidentiel au Canada et aux États-Unis.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

En raison de la contraction accélérée de l'économie mondiale, la croissance au Canada s'est avérée beaucoup plus faible qu'on ne l'avait prévu dans la *Mise à jour* de janvier. Le volume des exportations s'est replié abruptement au quatrième trimestre de 2008, sous l'effet du vif recul des exportations de véhicules automobiles et de produits de construction vers les États-Unis. Les termes de l'échange ont également chuté, ce qui a provoqué la plus forte baisse trimestrielle du revenu intérieur brut réel jamais enregistrée (*Graphique 6*). Les ménages canadiens ont réduit leurs dépenses plus qu'escompté devant la diminution de leur avoir net et le haut degré d'incertitude économique (*Graphiques 7a et 7b*). Au total, le volume des ventes finales de biens a régressé d'environ 11 % (en rythme annuel) au dernier trimestre de 2008 (*Graphique 8*). Vu la rapidité et l'ampleur surprenantes de ce mouvement, les entreprises ont été lentes à ajuster leur production et ont donc accumulé des stocks non désirés. Le ratio stocks/ventes a augmenté, pour atteindre un niveau inégalé en plus de dix ans. Le fléchissement du PIB réel observé au cours de ce trimestre s'en est certes trouvé atténué mais, à 3,4 %

1 Les ventes finales de biens correspondent à la somme de la demande intérieure finale (excepté la consommation de services) et des exportations de biens.

Graphique 5 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une hausse des prix du pétrole brut et du gaz naturel

véhicules automobiles sera complète, la production automobile reprendra progressivement en Asie et en Europe, tandis que l'accélération du rythme de croissance aux États-Unis se traduira par une augmentation des échanges commerciaux et des flux financiers ainsi que par un raffermissement de la confiance, ce qui stimulera l'activité économique mondiale. L'expansion économique en Chine, en revanche, devrait demeurer relativement robuste, grâce à l'adoption de nouvelles mesures de relance budgétaires et monétaires visant à alimenter la demande intérieure et à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations. On prévoit une amélioration graduelle de la conjoncture économique dans d'autres pays émergents au cours de cette période, qui entraînera un renforcement synchronisé de la demande à l'échelle du monde et procurera un certain soutien aux prix des produits de base à moyen terme. La Banque fait l'hypothèse que les prix de l'énergie évolueront conformément aux cours actuels des contrats à terme (*Graphique 5*) et que les prix des produits non énergétiques se redresseront progressivement à mesure que l'activité économique reprendra.

Comme envisagé dans la *Mise à jour* de janvier, la reprise aux États-Unis sera beaucoup plus modeste que ce à quoi on s'attendait normalement. Par rapport à ce que prévoyait la Banque antérieurement, il faudra sans doute un trimestre de plus pour connaître une croissance positive et durable, en raison des retards dans la mise en œuvre des mesures de stabilisation au sein du secteur bancaire. La croissance annuelle du PIB américain devrait se chiffrer en moyenne à -2,4 % en 2009 et à 1,2 % en 2010, sous l'effet de la diminution de la richesse, de la faiblesse du marché du travail, des conditions du crédit tendues et du recul de la confiance, qui freinent l'expansion des dépenses de consommation et des investissements des entreprises. On s'attend à ce que l'activité se stabilise au second semestre de 2009 et qu'elle redémarre au début de 2010, pour dépasser le taux d'augmentation de la production potentielle alors que les capacités inutilisées commenceront à se résorber. Les ventes et la production de véhicules automobiles, qui sont actuellement bien au-dessous des taux de renouvellement, devraient remonter dans la deuxième moitié de 2009 mais à des niveaux nettement inférieurs à ceux d'avant la crise, la restructuration du secteur de l'automobile se poursuivant. Le secteur du logement, qui a fortement pesé sur la croissance, devrait finir lui aussi par se stabiliser au second semestre de 2009 et contribuer à la reprise. La relance dans d'autres économies industrielles sera plus tardive et plus graduelle qu'aux États-Unis, ce qui est attribuable aux mesures de politique moins ambitieuses qu'elles ont prises jusqu'ici et aux difficultés persistantes de que connaissent leurs systèmes bancaires. Lorsque le cycle des stocks de

dans toutes les grandes régions du monde, ce qui fera croître la demande globale et aidera à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises. Deuxièmement, à mesure que les dispositifs mis en place pour stabiliser le système financier commenceront à produire les effets souhaités, les entreprises et les ménages devraient subir moins de contraintes en matière de crédit. Troisièmement, l'effet modérateur qu'exerce la correction du marché du logement aux États-Unis et dans certains autres pays industriels devrait diminuer et contribuer ainsi au redressement de l'activité dans le secteur de la construction.

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2006. Source : FMI, *Mise à jour des Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2008
b. Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la projection présentée dans la *Mise à jour* de janvier 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée du Sud, la Province chinoise de Taiwan et Singapour.
Source : Banque du Canada

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2008	2009	2010	2011	Croissance projetée ^b (en pourcentage)				
États-Unis	22	1,1 (1,2)	-2,4 (-1,7)	1,2 (2,6)	2,9				
	20	0,7 (0,9)	-3,6 (-1,0)	-0,2 (2,1)	1,8				
	7	-0,7 (0)	-6,2 (-1,7)	0,1 (2,0)	2,5				
	14	7,1 (7,5)	3,5 (5,6)	6,0 (6,9)	7,3				
	37	4,9 (5,0)	1,0 (2,7)	3,0 (4,3)	4,0				
Union européenne									
Japon									
Chine et ENF d'Asie									
Autres pays									
Ensemble du monde	100	3,2 (3,4)	-0,8 (1,1)	2,2 (2,7)	3,7				

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Graphique 4 : Les marchés du financement à court terme se sont améliorés*

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour



* LIBOR dans le cas des Etats-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOR pour le Canada
Source : Bloomberg

Même si le rétablissement de conditions financières normales va vraisemblablement être retardé en raison de l'effet modérateur plus marqué exercé par l'économie réelle et des retards dans la mise en œuvre des correctifs au sein du secteur bancaire, dans l'ensemble, des améliorations plus généralisées devraient apparaître d'ici le milieu de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le profil d'évolution de l'économie mondiale pour 2009 compte tenu du repli prononcé de l'activité économique observé dernièrement. Ce profil intègre également une reprise retardée et légèrement plus longue par rapport à celui présenté dans la *Mise à jour* de janvier. On prévoit donc maintenant que la croissance de la production va demeurer négative pendant la majeure partie de 2009 et que les capacités excédentaires ne commenceront à se résorber que vers le milieu de 2010. Le retour de l'économie à son potentiel sera différé à cause de l'effet de rétroaction néfaste qui s'est établi et qui a tendance à se renforcer lui-même, ainsi que de l'action modératrice additionnelle exercée par le système financier qui prendra plus de temps à se stabiliser. On s'attend donc à ce que les taux d'inflation soient plus bas qu'on ne l'avait d'abord escompté et qu'ils deviennent négatifs dans certains pays.

La Banque prévoit maintenant un recul de 0,8 % de la production mondiale en 2009 et une hausse plus modeste de 2,2 % en 2010, des chiffres bien inférieurs au taux d'accroissement de la production potentielle à l'échelle du globe (*Tableau 1*). Trois facteurs importants contribueront au redressement graduel. Premièrement, les mesures monétaires et budgétaires considérables qui ont été prises simultanément devraient stimuler l'activité économique

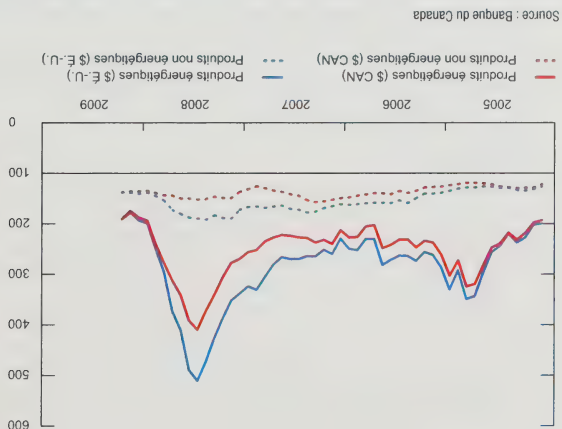
Dans ses plus récentes projections, la Banque a révisé à la baisse le profil d'évolution de l'économie mondiale pour 2009.

Les conditions sur les marchés financiers à l'échelle du globe évolueront au cours des prochains trimestres en fonction de deux grands facteurs. Le premier se rapporte à la précarité actuelle de l'économie réelle et aux pertes additionnelles liées au crédit qui peuvent en découluer pour les institutions financières, lorsque les défaillances et pertes sur prêts commencent à aggraver. Le deuxième facteur tient aux mesures correctives visant les actifs illiquides de mauvaise qualité qui grèvent les bilans des banques. Les simulations de stress conçues pour évaluer de manière crédible et complète la situation telle qu'elle est, conjuguées aux injections de capitaux et à la mise en place de garanties, devraient faciliter la détermination des prix, apaiser les inquiétudes à propos du risque de contrepartie et favoriser la liquidité.

Comme la Banque le soulignait dans la *Mise à jour* parue en janvier, la stabilisation du système financier mondial demeure une condition préalable à la reprise économique. Malgré certains signes récents d'amélioration, les conditions sur les marchés sont contrastées et les perspectives d'évolution sont encore incertaines. Sur le plan positif, des indications montrent que les mesures énergiques prises par les banques centrales et les gouvernements commencent à porter leurs fruits, et la volatilité a diminué dans un certain nombre de marchés financiers. De plus, les marchés boursiers, après avoir touché des creux pluriannuels plus tôt cette année, se mettent à tabler sur de meilleures perspectives plus encourageantes. Par contre, les marchés internationaux du crédit restent fragiles, les progrès se limitant en grande partie aux marchés du financement à court terme (*Graphique 4*), et les larges écarts sur les titres à plus long terme persistent. Le coût de financement pour les entreprises — et notamment pour les emprunteurs plus risqués — demeure également élevé, et les enquêtes menées auprès des responsables du crédit indiquent que les normes d'octroi de prêts aux consommateurs continuent de se durcir mais à un rythme plus lent.

Malgré certains signes récents d'amélioration, les conditions sur les marchés sont contrastées et les perspectives d'évolution sont encore incertaines.

L'évolution des marchés financiers mondiaux



Graphique 3 : Les prix des produits de base se sont stabilisés récemment
Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada (base 100 de l'indice : 1982-1990)

Des actions crédibles venant en temps opportun sont essentielles pour régler le problème des actifs douteux figurant aux bilans des banques et pour rétablir les flux normaux de crédit — condition préalable à une reprise économique soutenue. Les progrès sur ce front ont été plus lents que prévu aux États-Unis et au sein d'autres grands centres financiers. Récemment, toutefois, on a présenté des programmes détaillés axés sur l'injection de liquidités additionnelles, la garantie du passif des banques, l'élimination des actifs de mauvaise qualité et la recapitalisation, s'il y a lieu. Le défi qui se pose maintenant est d'assurer leur mise en œuvre rapide et efficace.

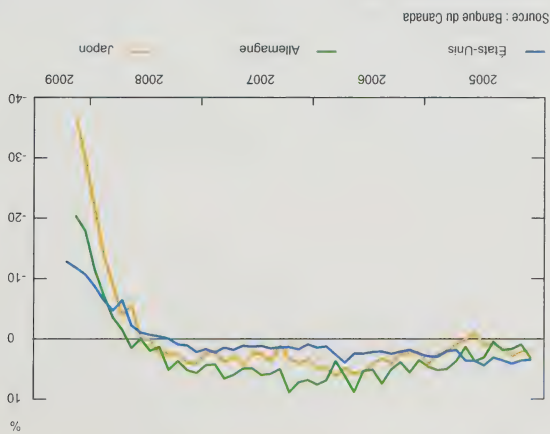
Comme on s'y attendait dans la *Mise à jour* de janvier, l'activité économique aux États-Unis s'est fortement repliée au quatrième trimestre de 2008, et des indicateurs récents témoignent d'une contraction similaire au premier trimestre de 2009. La faiblesse a surtout été manifeste dans les secteurs qui revêtent une importance particulière pour les exportations canadiennes, ce qui amplifie les effets de la baisse de l'activité aux États-Unis sur l'économie canadienne. Le secteur de la construction résidentielle chez nos voisins du sud est resté déprimé, la surabondance de logements invendus continuant à exercer des pressions à la baisse sur les prix des maisons et les mises en chantier. Les ventes et la production de véhicules automobiles ont aussi subi une correction cyclique et structurelle marquée, les fabricants diminuant la production en réaction à l'atonie de la demande, à l'accroissement des pertes et à l'accès limité au financement automobile. On observe néanmoins des signes avant-coureurs d'une amorçage possible de stabilisation des niveaux d'activité dans les secteurs du logement et de l'automobile à la faveur des ajustements considérables qui ont été opérés.

En Europe et au Japon, le recul de la production a été plus prononcé que prévu dernièrement, leur économie se ressentant du tassement de la demande étrangère et de l'intensification des tensions internes. La dégradation de la situation sur les marchés du logement, l'érosion de la confiance des consommateurs et des entreprises et les difficultés persistantes dans les secteurs financiers de nombreux pays d'outre-mer ont accentué ces pressions externes. Le Japon et l'Allemagne ont été particulièrement touchés par l'effondrement de la demande mondiale de voitures et de biens liés aux technologies de l'information, ainsi que par l'appréciation passée de leur monnaie. La croissance de la production en Chine a marqué le pas, mais est toutefois demeurée beaucoup plus vigoureuse que dans la plupart des autres économies à marché émergent. Des mesures énergiques de relance budgétaire et d'assouplissement monétaire ont stimulé la demande intérieure et contrebalancé en partie la baisse des exportations.

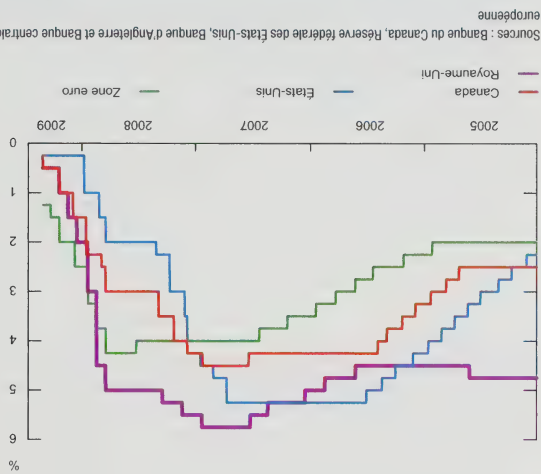
À la suite d'un net repli au second semestre de 2008, les cours des produits de base semblent s'être stabilisés (*Graphique 3*). Les réductions de production par l'OPPE ont été plus importantes que la chute de la demande mondiale, contribuant à un redressement modeste des prix du pétrole. Le cours du gaz naturel a poursuivi son mouvement de recul, mais les prix d'autres produits de base, non énergétiques, ont augmenté récemment.

L'activité économique aux États-Unis s'est fortement repliée au quatrième trimestre de 2008, et des indicateurs récents témoignent d'une contraction similaire au premier trimestre de 2009.

Graphique 1 : La production industrielle décline rapidement dans les grandes économies
Taux de variation en glissement annuel



Graphique 2 : Les autorités monétaires ont abaissé vigoureusement leurs taux directeurs
Données quotidiennes



Si la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée depuis la parution de la *Mise à jour* en janvier et est devenue plus synchronisée, les perspectives de la Banque demeurent généralement conformes aux prévisions exposées à ce moment-là. L'aggravation de la crise financière aux États-Unis et en Europe a provoqué une récession marquée à l'échelle du globe à la fin de 2008, alors que la détérioration des conditions au sein des économies avancées se propageait rapidement au reste de la planète par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Les mesures de politique prises de concert par les pays du G20 procurent le soutien nécessaire et approprié en vue d'une reprise dans l'ensemble du monde, même si celle-ci sera retardée par la réalisation de progrès plus lents qu'escompté dans la stabilisation du système financier international.

L'incertitude accrue entourant les perspectives mondiales, conjuguée à la diminution de la richesse et au durcissement des conditions du crédit, a fait reculer les niveaux de confiance et incité les ménages et les entreprises à réduire considérablement leurs dépenses. Les retombées négatives sur le commerce international ont été beaucoup plus importantes que prévu et reflètent une chute soudaine du crédit commercial ainsi qu'une correction abrupte des stocks dans les secteurs de l'automobile et de l'électronique. Les pays à vocation exportatrice d'Asie et d'Europe ont connu des baisses notables de leur production industrielle (*Graphique 1*).

La nature généralisée et intense du ralentissement économique a exacerbé les tensions s'exerçant sur les bilans des banques et restreint encore davantage l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages, ce qui a accentué la faiblesse de la demande. Compte tenu de cet effet de rétroaction néfaste, au cours des derniers trimestres, la croissance du PIB à l'échelle du globe a touché un creux inégalé depuis la fin de la Deuxième Guerre mondiale.

Les décideurs publics des grandes économies ont réagi à la crise mondiale par une série de mesures énergiques. Les pays du G20 se sont engagés à déployer tous les efforts nécessaires pour restaurer la croissance et la stabilité au sein de leurs économies. Les autorités monétaires ont abaissé leurs taux directeurs de façon marquée (*Graphique 2*), et plusieurs banques centrales ont pris des mesures monétaires non traditionnelles telles que l'assouplissement quantitatif et l'assouplissement direct du crédit. Les autorités budgétaires ont mis en œuvre d'importants programmes de relance afin de contrebalancer le tassement de la demande intérieure et étrangère. Le fait que plusieurs pays procèdent simultanément à ces mesures budgétaires en accentuera les répercussions. L'incidence de ces politiques sera de plus en plus manifeste au fil du temps et celles-ci devraient faire pleinement sentir leurs effets en 2010.

Si la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée, les perspectives de la Banque demeurent généralement conformes à celles qui avaient été exposées dans la Mise à jour de janvier.

non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'utiliser de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 21 avril, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour le ramener à 1/4 %, qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives concernant l'inflation, le taux cible du financement à un jour devrait demeurer au niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque continuera de fournir des indications aux dates d'annonce préétablies aussi longtemps que le taux directeur demeurera à sa valeur plancher.

Pour renforcer son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à 1/4 %, la Banque convertira une partie de ses prises en pension existantes assorties d'échéances de six et douze mois à des taux minimal et maximal de soumission qui correspondent, respectivement, au taux cible du financement à un jour et au taux officiel d'escompte.

La décision prise par la Banque le 21 avril porte l'assouplissement monétaire cumulé à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt. L'Annexe du présent rapport décrit la démarche suivie par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire lorsque le taux cible du financement à un jour se situe à sa valeur plancher. La Banque pourrait fournir une impulsion supplémentaire à l'économie, au besoin, en mettant en œuvre des mesures d'assouplissement quantitatif ou d'assouplissement direct du crédit. L'Annexe renferme les définitions de ces mesures ainsi que les lignes directrices régissant leur utilisation possible.

Dans un contexte de forte incertitude prolongée, la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée depuis la parution de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier, et l'activité a diminué plus qu'escamoté dans tous les grands pays industrialisés. La détérioration des conditions du crédit s'est rapidement propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Bien que les autorités monétaires et budgétaires mènent des actions plus énergiques dans l'ensemble des pays membres du G20, la mise en œuvre de mesures visant à stabiliser le système financier mondial prend plus de temps qu'on ne le prévoyait. En conséquence, la récession au Canada sera plus profonde qu'anticipé, et l'économie devrait se contracter de 3,0 % en 2009. La Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre et soit plus graduelle. Elle estime que l'économie progressera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011 et atteindra son plein potentiel au troisième trimestre de 2011. Compte tenu de l'importante reconstruction en cours dans plusieurs secteurs, le taux de croissance de la production potentielle a été revu à la baisse. La reprise sera soutenue de façon importante par la détente monétaire instaurée par la Banque.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminuera tout au long de 2009 et remontera progressivement pour atteindre la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait toucher un creux de -0,8 % au troisième trimestre de 2009 et regagner la cible au troisième trimestre de 2011.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action convaincante était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macroéconomique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escamoté. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus prolongée et le système financier était encore retardé. Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les risques macroéconomiques sous-jacents, pour leur part, sont relativement équilibrés.

Lorsque le taux cible du financement à un jour s'établit à sa valeur plancher, l'incertitude pesant sur les effets des instruments de politique monétaire

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 21 avril 2009.

Table des matières

1	Vue d'ensemble
3	L'économie mondiale
3	L'évolution récente
6	L'évolution des marchés financiers mondiaux
7	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
11	L'économie canadienne
11	L'évolution récente
11	L'offre et la demande globales
14	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
14	L'inflation et la cible de 2 %
17	Les conditions du crédit au Canada
20	Le taux de change
21	Les mesures d'intervention
22	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne
22	L'offre et la demande globales
25	La projection en matière d'inflation
27	Les risques entourant les perspectives
29	Annexe : Cadre de conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt
Bibliographie	
Notes techniques	
15	Révisions apportées aux estimations de la production potentielle
28	Graphiques en éventail de l'inflation

Mon message est simple : il y a un plan pour rétablir la confiance et la croissance, nous sommes en train de l'appliquer et il va fonctionner. Les incidences de ces politiques vont s'accumuler avec le temps et devenir considérables. Pour obtenir un effet maximal, il est essentiel que les mesures prises reposent sur de solides cadres régis par des principes : les objectifs doivent être transparents, les indicateurs de réussite clairs, et les critères de mise en œuvre et d'abandon bien définis. Les citoyens doivent pouvoir demander des comptes à leurs dirigeants. Et les dirigeants doivent se montrer à la hauteur de la situation.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
1^{er} avril 2009

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

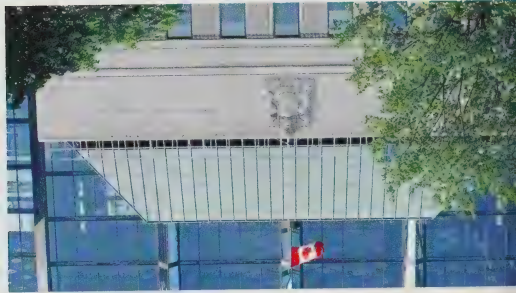
Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un *indice de référence* qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2009





BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

CAL
FN73
- 1156

Government
Publications



Monetary Policy Report Summary

April 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 21 April 2009.

In an environment of continued high uncertainty, the global recession has intensified and become more synchronous since the Bank's January *Monetary Policy Report Update*, with weaker-than-expected activity in all major economies. Deteriorating credit conditions have spread quickly through trade, financial, and confidence channels. While more aggressive monetary and fiscal policy actions are under way across the G-20, measures to stabilize the global financial system have taken longer than expected to enact. As a result, the recession in Canada will be deeper than anticipated, with the economy projected to contract by 3.0 per cent in 2009. The Bank now expects the recovery to be delayed until the fourth quarter and to be more gradual. The economy is projected to grow by 2.5 per cent in 2010 and 4.7 per cent in 2011, and to reach its production capacity in the third quarter of 2011. Given significant restructuring in a number of sectors, potential growth has been revised down. The recovery will be importantly supported by the Bank's accommodative monetary stance.

The Bank expects core inflation to diminish through 2009, gradually returning to the 2 per cent target in the third quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Total CPI inflation is expected to trough at -0.8 per cent in the third quarter of 2009 and return to target in the third quarter of 2011.

Global developments continue to pose significant risks to the Bank's inflation projection for Canada, on both the upside and the downside. On the upside, confidence may return more rapidly than anticipated if convincing action is taken more quickly than

Highlights

- The economic recovery in Canada will be delayed by one quarter and will be more protracted than projected in the January *Monetary Policy Report Update*. This reflects a more intense and synchronized global recession, exacerbated by delays in the implementation of measures to restore financial stability around the world.
- Canadian real GDP is projected to decline by 3.0 per cent in 2009 and to grow by 2.5 per cent in 2010 and by 4.7 per cent in 2011.
- After declines in 2009, core inflation and total CPI inflation are projected to gradually return to 2 per cent in the third quarter of 2011.
- The Bank lowered its policy rate to 1/4 per cent - its effective lower bound - and, conditional on the outlook for inflation, committed to hold the rate at that level until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.
- The Bank's current policy stance is appropriate to move the economy back to full production capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

assumed to address financial system weaknesses in major economies. This could result in a stronger-than-projected recovery in the global economy as the aggressive and coordinated macroeconomic policy actions already being implemented take effect. On the downside, the global recession could be deeper and more protracted than envisaged if the resolution of these financial system problems is delayed further. More generally, there are risks around the resolution of global imbalances. The underlying macroeconomic risks are roughly balanced.

When monetary policy is conducted at the effective lower bound, the uncertainty regarding the effects of unconventional monetary policies in the event that the recession turns out to be more protracted than expected, and the resulting need for prudence in the use of these instruments, imply that the overall risks to the Bank's inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 21 April, the Bank lowered its target for the overnight rate by one-quarter of a percentage point to 1/4 per cent, which the Bank judges to be the effective lower bound for that rate. Conditional on the outlook for inflation, the target overnight rate can be expected to remain at its current level until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. The Bank will continue to provide guidance in its scheduled interest rate announcements as long as the overnight rate is at the effective lower bound.

To reinforce its conditional commitment to maintain the overnight rate at 1/4 per cent, the Bank will roll over a portion of its existing stock of 1- and 3-month term purchase and resale agreements (PRAs) into 6- and 12-month terms at minimum and maximum bid rates that correspond to the target rate and the Bank Rate, respectively.

Summary of the Base-Case Projection^a

	2008	2009				2010		2011	
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change) ^b	-3.4 (-2.3)	-7.3 (-4.8)	-3.5 (-1.0)	-1.0 (2.0)	2.4 (3.5)	3.5 (4.7)	4.6 (4.9)	5.0	4.5
Real GDP (year-over-year percentage change)	-0.7 (-0.3)	-2.4 (-1.3)	-3.4 (-1.7)	-3.8 (-1.6)	-2.4 (-0.1)	1.2 (3.0)	3.7 (4.6)	4.6	4.8
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	1.9 (2.1)	1.6 (1.5)	1.3 (1.2)	0.9 (1.1)	1.1 (1.3)	1.4 (1.8)	1.8	2.0
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	-0.1 (-0.6)	-0.8 (-1.0)	1.0 (1.1)	1.6 (1.6)	1.7 (1.8)	1.9	2.0
WTI ^c (level)	58 (58)	43 (43)	51 (52)	57 (56)	60 (58)	63 (62)	67 (64)	69	71

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the January *Monetary Policy Report Update*.

b. For half years, the number reported is the average of the respective quarter-to-quarter percentage growth at annual rates.

c. Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 April 2009.

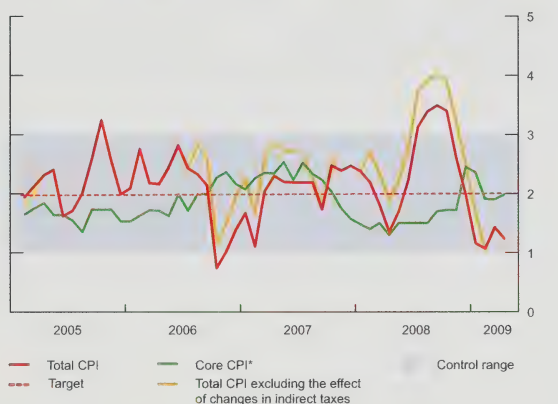
The 21 April decision brings the cumulative monetary policy easing to 425 basis points since December 2007. It is the Bank's judgment that this cumulative easing, together with the conditional commitment, is the appropriate policy stance to move the economy back to full production capacity and to achieve the 2 per cent inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates. The

Annex to this report describes the Bank of Canada's approach to conducting monetary policy when the overnight interest rate is at the effective lower bound. Additional stimulus could be provided, if needed, through quantitative and/or credit easing. Definitions of these actions and the principles guiding their possible use can be found in the Annex.

Inflation has diminished as expected

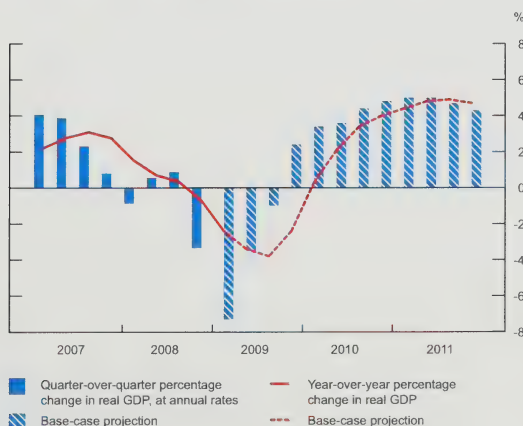
Year-over-year percentage change



* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Bank of Canada

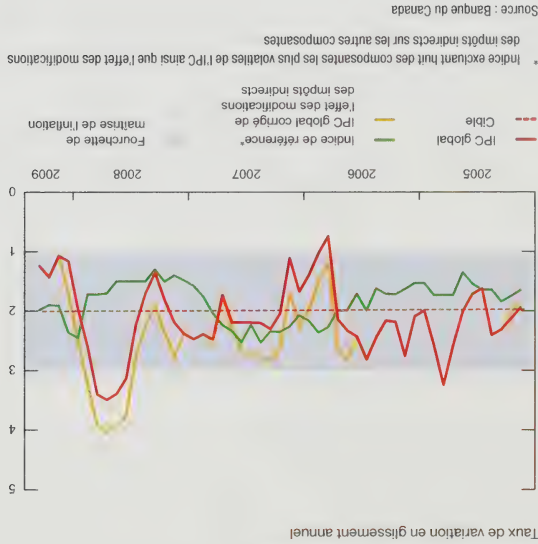
Growth in real GDP expected to rebound in 2010



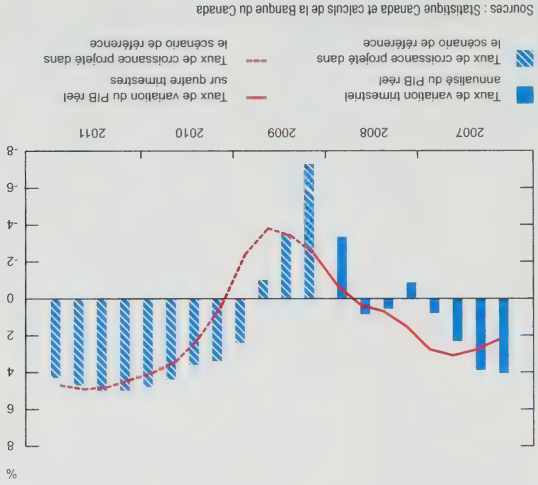
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt. L'Annexe du présent rapport décrit la démarche suivie par la Banque du Canada dans la conduite de la politique monétaire lorsque le taux cible du financement à un jour se situe à sa valeur plancher. La Banque pourrait

L'inflation a reculé comme prévu



La croissance du produit intérieur brut réel devrait rebondir en 2010



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008	2009			2010		2011
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} sem.	2 ^e sem.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé) ^b	-3,4	-7,3	-3,5	-1,0	2,4	3,5	4,6
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(-0,3)	(-1,3)	(-1,7)	(-1,6)	(-0,1)	(3,0)	(4,6)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2	1,9	1,6	1,3	0,9	1,1	1,4
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0	1,2	-0,1	-0,8	1,0	1,6	1,7
WTI ^c (niveau)	58	43	(52)	(56)	60	63	67

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la *Mise à jour* de janvier du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Dans le cas des semestres, le chiffre indiqué représente la moyenne des taux de croissance trimestriels annualisés respectifs.

c. L'hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ É.-U. le baril) se fonde sur le prix moyen pendant la période de deux semaines terminée le 17 avril 2009.

restaurée plus rapidement qu'on ne l'entrevoit si une action conventionnelle était menée plus vite que prévu pour remédier aux faiblesses du système financier dans les grandes économies. Avec l'appui des mesures de politique macro-économique énergiques et coordonnées déjà engagées, on pourrait ainsi assister à une reprise à l'échelle du globe plus forte qu'escompté. Pour ce qui est des risques à la baisse, la récession mondiale pourrait être plus profonde et plus prolongée qu'on ne le suppose si la résolution des problèmes touchant le système financier était encore retardée. Plus généralement, des risques entourent la correction des déséquilibres mondiaux. Les risques macro-économiques sous-jacents, pour leur part, sont relativement équilibrés.

Lorsque le taux cible du financement à un jour s'établit à sa valeur plancher, l'incertitude pesant sur les effets des instruments de politique monétaire non traditionnels, qui seraient employés dans l'éventualité où la récession se prolongerait davantage que prévu, et la nécessité d'utiliser de ces instruments avec prudence font en sorte que les risques à la baisse associés à la projection de la Banque en matière d'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 21 avril, la Banque a abaissé le taux cible du financement à un jour de un quart de point de pourcentage pour

le ramener à 1/4 %, qu'elle estime être la valeur plancher de ce taux. Sous réserve des perspectives concernant l'inflation, le taux cible du financement à un jour devrait demeurer au niveau actuel jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque continuera de fournir des indications aux dates d'annonce préétablies aussi longtemps que le taux directeur demeurera à sa valeur plancher.

Pour renforcer son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à 1/4 %, la Banque convertira une partie de ses prises en pension existantes assorties d'échéances de un et trois mois en prises en pension assorties d'échéances de six et douze mois à des taux minimal et maximal de soumission qui correspondent, respectivement, au taux cible du financement à un jour et au taux officiel d'escompte.

La décision prise par la Banque le 21 avril porte l'assouplissement monétaire cumulé à 425 points de base depuis décembre 2007. La Banque est d'avis que cette détente, combinée à son engagement conditionnel, représente l'orientation qu'il convient d'imprimer à la politique monétaire pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.

Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Avril 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 21 avril 2009.

Dans un contexte de forte incertitude prolongée, la récession qui a frappé l'économie mondiale s'est intensifiée et est devenue plus synchronisée depuis la parution de la *Mise à jour du Rapport sur la politique monétaire* en janvier, et l'activité a diminué plus qu'escompté dans tous les grands pays industrialisés. La détérioration des conditions du crédit s'est rapidement propagée par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Bien que les autorités monétaires et budgétaires mènent des actions plus énergiques dans l'ensemble des pays membres du G20, la mise en œuvre de mesures visant à stabiliser le système financier mondial prend plus de temps qu'on ne le prévoyait. En conséquence, la récession au Canada sera plus profonde qu'anticipée, et l'économie devrait se contracter de 3,0 % en 2009. La Banque s'attend maintenant à ce que la reprise soit retardée jusqu'au quatrième trimestre et soit plus graduelle. Elle estime que l'économie progressera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011. Compte tenu de l'importante restriction en cours dans plusieurs secteurs, le taux de croissance de la production potentielle a été revu à la baisse. La reprise sera soutenue de façon importante par la détention monétaire instaurée par la Banque.

La Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence diminuera tout au long de 2009 et remontera progressivement pour atteindre la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait toucher un creux de -0,8 % au troisième trimestre de 2009 et regagner la cible au troisième trimestre de 2011.

Les facteurs mondiaux continuent de faire peser d'importants risques, tant à la hausse qu'à la baisse, sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada. Parmi les risques à la hausse, la confiance pourrait être

Faits saillants

- La reprise économique au Canada sera retardée d'un trimestre et sera plus prolongée qu'on ne l'anticipait dans la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier. Cette évolution tient à l'intensification et au synchronisme accru de la récession mondiale, exacerbés par les retards dans la mise en œuvre des mesures visant à restaurer la stabilité financière à l'échelle du globe.
- On prévoit que le PIB réel du Canada reculera de 3,0 % en 2009, puis qu'il augmentera de 2,5 % en 2010 et de 4,7 % en 2011.
- Après avoir baissé en 2009, le taux d'augmentation de l'indice de référence et celui de l'IPC global devraient remonter progressivement et atteindre 2 % au troisième trimestre de 2011.
- La Banque a abaissé son taux directeur pour le ramener à 1/4 % — sa valeur plancher — et, sous réserve des perspectives de l'inflation, s'est engagée à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Le taux cible du financement à un jour étant maintenant fixé à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection en matière d'inflation sont légèrement prépondérants.
- L'orientation actuelle de la politique monétaire imprimée par la Banque est celle qu'il convient d'adopter pour que l'économie se remette à tourner à pleine capacité et que la cible d'inflation de 2 % soit réalisée.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

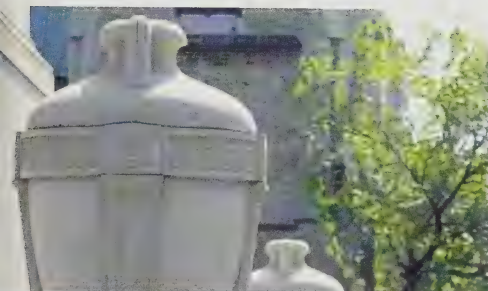
Government
Publications

CA1
FN 73
- M 56



Monetary Policy Report

July 2009



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report

July 2009

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

The Bank expects that growth will resume later this year but that the recovery internationally and in Canada will be more muted than normal. In part, this reflects the need to correct a series of imbalances across and within major economies. The recovery will initially owe much to monetary policy, which has been very aggressive, and to fiscal policy, which is beginning to have an impact.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
18 June 2009
Regina, Saskatchewan*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
3	Recent Developments
5	Developments in Global Financial Markets
7	Outlook for the Global Economy
9	The Canadian Economy
9	Recent Developments
9	Aggregate Demand and Supply
11	Estimated Pressures on Capacity
13	Inflation and the 2 Per Cent Target
13	Canadian Credit Conditions
18	Exchange Rate
18	Policy Response
18	Outlook for the Canadian Economy
19	Aggregate Demand and Supply
22	The Projection for Inflation
25	Risks to the Outlook

Technical Boxes

17	Monetary Policy Offsetting Headwinds from Credit Conditions
21	The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada

Overview

The global economy has suffered an intense, synchronous recession and considerable excess supply has opened up. There are now increasing signs that economic activity has begun to expand in many countries in response to monetary and fiscal policy stimulus and measures to stabilize the global financial system. However, the recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.

The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in its April *Monetary Policy Report*. Stimulative monetary and fiscal policies, improved financial conditions, firmer commodity prices, and a rebound in business and consumer confidence are spurring domestic demand growth. However, the higher Canadian dollar, as well as ongoing restructuring in key industrial sectors, is significantly moderating the pace of overall growth.

Some of the early strength in domestic demand represents a bringing forward of household expenditures, which modestly alters the profile of growth over the projection period relative to the April *Report*. The Bank projects that the economy will contract by 2.3 per cent in 2009 and then grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, reaching production capacity in the middle of 2011.

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June and should trough in the third quarter of this year before returning to the 2 per cent target in the second quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Core inflation held up at 1.9 per cent in the second quarter of 2009. The Bank still expects core inflation to diminish in the second half of this year before gradually returning to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, significant upside and downside risks remain to the inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that economic momentum will be stronger and more sustained than currently anticipated. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the investment response is more delayed than currently envisaged.

The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected, and further setbacks cannot be precluded. Such developments

This report includes information received up to the fixed announcement date on 21 July 2009.

could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 4 June and 21 July, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at the effective lower bound of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates, consistent with the framework outlined in the *April Report*.

The Global Economy

Recent Developments

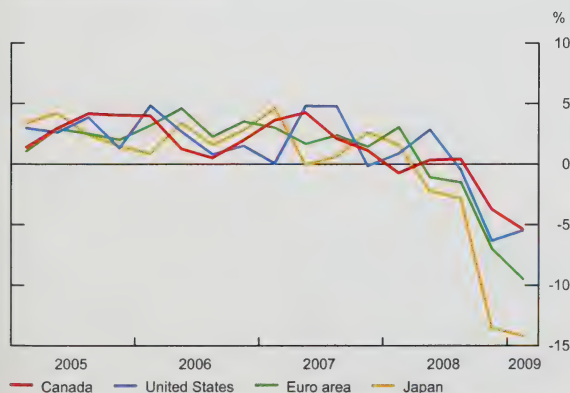
The synchronous global recession that began in the last quarter of 2008 deepened in the first quarter of 2009, with a greater contraction in global demand than had been expected at the time of the April *Monetary Policy Report*. The recession continued into the second quarter of 2009, but the pace of decline in output appears to have decelerated, suggesting that global economic activity is near its trough. Vigorous policy actions across the G-20 have helped to stabilize financial markets, reduce uncertainty, and support aggregate demand. Global equity markets have rebounded after sharp declines in 2008 and early 2009, credit spreads in key markets have narrowed, and banks have been able to raise needed capital.

Fragility in the global economy persists, nevertheless. Financial deleveraging by banks, households, and firms is continuing, mirrored by ongoing adjustments on the real side of the economy. Inventories, employment, and capital are adjusting to lower global demand and have contributed to a substantial reduction in real GDP growth in the major economies (**Chart 1**). While sluggish demand and more-negative output gaps have led to declines in global inflation rates, structural adjustments in the global economy have reduced the growth of potential output and, together with price and wage rigidities, have dampened the downward pressure on inflation.

The global recession continued into the second quarter of 2009, but the pace of decline in output decelerated, suggesting that global economic activity is near its trough.

Chart 1: Real GDP of major economies contracted sharply in the first quarter

Quarterly growth at annual rates



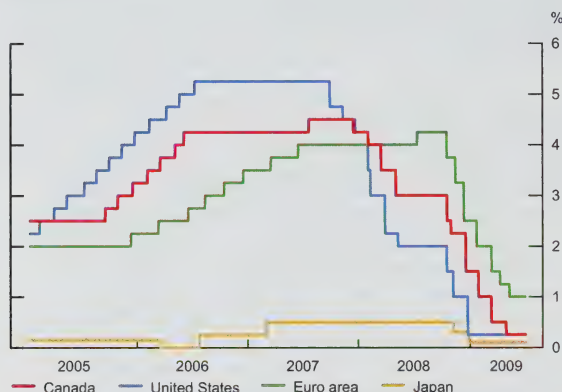
Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau

Effective and resolute policy implementation remains critical to a sustained economic recovery.

Vigorous fiscal and monetary policy measures (**Chart 2**), coupled with continuing support to the financial sector, have helped to restore consumer and business confidence and to improve financial market conditions in most economies. Effective and resolute policy implementation remains critical to a sustained economic recovery.

Chart 2: Policy rates are at or near the effective lower bound in many countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

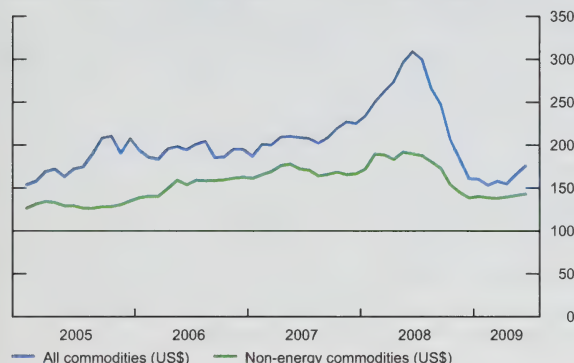
In the United States, economic activity continued to decline in the first half of 2009, albeit at a slowing pace. Sales of motor vehicles were sharply lower than in the previous year, and ongoing restructuring in the North American auto sector suggests that total production for 2009 will be at its lowest level in over 30 years. Construction activity in the United States has remained weak, and house prices have fallen further. However, home sales have stabilized and inventories of unsold new houses have declined, indicating that the contraction in residential investment may be coming to an end. In addition, transfers and tax cuts boosted disposable income in the second quarter, the rate of deterioration in the labour market slowed somewhat, and forward-looking indicators, such as new orders and consumer sentiment, suggest that the U.S. economy is at its trough.

In Europe, economic activity in the first half of 2009 was weaker than expected, owing to sharp declines in investment and net exports and an ongoing inventory correction. Firms cut back on production and investment in response to a deteriorating external environment, an appreciating currency, and slumping domestic demand. Unemployment has risen, even as rigidities have slowed adjustment in the labour market. Uncertainty about the state of the banking sector remains high, with concerns that the recently announced stress tests for European banks could uncover additional capital shortfalls associated with the severe economic downturn and exposure to Eastern Europe. In Japan, following an unexpectedly sharp downturn in the first quarter, economic indicators for the second quarter have been more favourable. A rapid inventory correction and announcements of additional fiscal stimulus have supported Japanese consumer and business confidence. In China, economic activity has been much stronger than in other Asian economies, with aggressive infrastructure spending and consumer support policies boosting domestic demand and helping to offset falling exports.

Commodity prices have firmed since the April Report (**Chart 3**). Energy prices have risen in response to large production cuts from OPEC, lower inventories, and expectations of higher energy demand, notably from Asia. The futures curve continues to suggest higher oil prices in the period ahead. While the rise in non-energy commodity prices has been less pronounced, metals prices have increased substantially, owing mainly to rising demand from China.

Chart 3: Commodity prices have firmed since the April Monetary Policy Report

Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

Developments in Global Financial Markets

Reduced uncertainty about the global economic outlook, together with ongoing support to the financial sector, led to marked improvements in the global financial system in the second quarter of 2009. As the probability of a more extreme negative outcome for the world economy diminished, global equity markets rebounded and started pricing in a more positive outlook. Conditions in corporate bond markets have begun to improve in many countries, with narrowing risk premiums on corporate bonds and rising corporate bond issuance (**Chart 4**). The completion of the stress tests for major U.S. banks has helped to restore confidence in financial institutions, contributing to lower spreads in the interbank market (**Chart 5**).

While these signs of stabilizing financial conditions are encouraging, many of the improvements are linked to government interventions. The markets for securitized instruments remain severely impaired, and access to credit has continued to tighten for households and businesses in many countries, as indicated by surveys of senior loan officers.

Overall, however, recent developments suggest that global financial markets are in the process of healing, as the severe distress that characterized markets after the collapse of Lehman Brothers last September dissipates. Progress in restoring the functioning of financial markets nevertheless remains uneven. Additional improvements necessary for a sustained economic recovery are expected to be gradual, and are contingent on banks continuing to repair their balance sheets—particularly in the United States and Europe.

Reduced uncertainty about the economic outlook, together with ongoing support to the financial sector, has led to marked improvements in the global financial system.

Chart 4: Borrowing costs for businesses have fallen considerably^a

Daily data



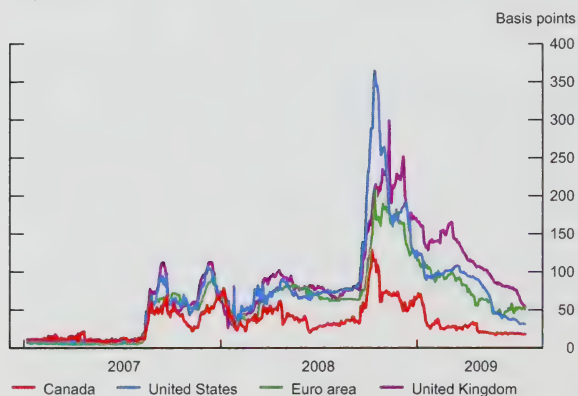
a. Yields on investment-grade corporate bonds. Series may not be comparable across countries owing to differences in the mix of credit ratings and duration in different domestic bond markets.

Sources: Merrill Lynch and Bloomberg

Chart 5: Short-term funding markets have improved substantially

Difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps^a

Daily data



a. For the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the Euro area, EURIBOR; and for Canada, CDOR
Source: Bloomberg

Outlook for the Global Economy

The outlook for growth in the major advanced countries in 2009 and 2010 remains broadly unchanged from the *April Report*, but the risk of a sustained economic decline has diminished considerably. The Bank now expects the global economy to shrink by 1.7 per cent in 2009, followed by growth of 2.3 per cent in 2010 and 3.9 per cent in 2011 (**Table 1**).¹

The outlook for growth in the major advanced countries remains broadly unchanged from the April Report, but the risk of a sustained economic decline has diminished considerably.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	1.1 (1.1)	-2.4 (-2.4)	1.4 (1.2)	3.4 (2.9)
Euro area	16	0.6 (0.7)	-4.4 (-3.5)	0.7 (-0.2)	2.4 (1.6)
Japan	7	-0.7 (-0.7)	-6.0 (-6.2)	1.9 (0.1)	2.8 (2.5)
China	11	9.1 (9.1)	7.8 (6.7)	8.3 (7.7)	9.6 (8.9)
Rest of the world	45	3.9 (4.2)	-2.1 (-0.1)	1.9 (2.5)	3.5 (3.8)
World	100	3.0 (3.2)	-1.7 (-0.8)	2.3 (2.2)	3.9 (3.7)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.

Source: IMF, *WEO*, April 2009

b. Country breakdown differs from the April 2009 *Monetary Policy Report*. Numbers in parentheses show projection values for the April 2009 *Monetary Policy Report* based on the new breakdown.

Source: Bank of Canada

This gradual recovery of the global economy is underpinned by several critical factors. First, extensive support to the financial sector, together with reduced uncertainty about the macroeconomic outlook, should contribute to a further normalization of financial markets, resulting in lower borrowing costs and increased availability of credit to businesses and households. Second, the aggressive fiscal and monetary stimulus already in place should help to restore consumer and business confidence, and raise domestic demand. Third, once corrections in the housing sectors of several economies are complete, a significant drag on growth will be removed. Fourth, completion of the inventory cycle, most notably in the auto and IT sectors, together with a resumption of cross-border trade flows, should support the global recovery. However, structural adjustments—most significantly in the auto sector—are expected to progress slowly, and rising unemployment and negative wealth effects will restrain consumption and investment. The protracted nature of the recovery will add to excess production capacity in the global economy, holding down wage and price inflation.

In the United States, economic growth is expected to remain below potential in 2009 and 2010, causing unemployment to continue to rise. Fiscal policy is expected to provide important stimulus to the economy, supporting a gradual recovery in final domestic demand. Motor vehicle production and housing starts should also rise once inventories have adjusted, since current levels are not sufficient to cover projected replacement rates. These developments should increase the demand for Canadian exports. The recovery will nevertheless be gradual, since lower disposable income and the need to increase savings to rebuild household balance sheets will continue to put downward

¹ The Bank of Canada is using a new projection model for the global economy. Since the regional and country breakdowns are slightly different from those used in earlier projections, the reporting in Table 1 has changed relative to the April *Monetary Policy Report*. Details on the new model will be provided in a forthcoming Bank of Canada technical report.

Annual U.S. GDP is projected to decline by 2.4 per cent in 2009, and to grow by 1.4 per cent in 2010 and by 3.4 per cent in 2011.

Economic growth in China is expected to strengthen as fiscal and monetary stimulus increase domestic demand and help reduce the country's reliance on exports.

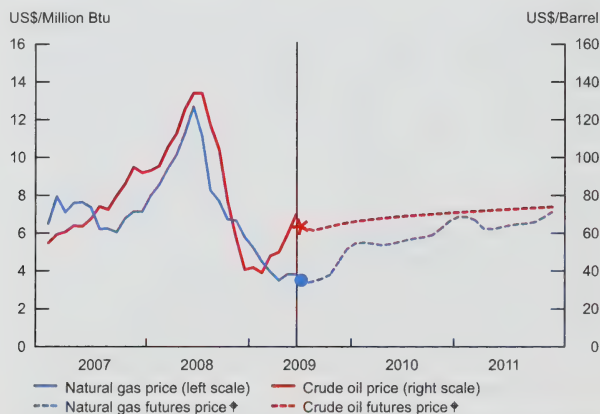
pressure on consumption through 2009 and 2010. Annual U.S. GDP is projected to decline by 2.4 per cent in 2009, and to grow by 1.4 per cent in 2010 and by 3.4 per cent in 2011.

The timing and speed of the recovery in other industrialized economies reflect past and current policy actions, as well as the state of their banking systems. In Europe, the recovery is likely to be more protracted than in the United States, reflecting the less-aggressive actions taken so far by European policy-makers, as well as ongoing difficulties in the banking system. Europe should nevertheless benefit from strengthening global growth, which would stimulate economic activity through trade, financial, and confidence linkages. In Japan, inventory adjustments have been unexpectedly rapid, suggesting that the inventory cycle will exert less drag on output in the near term. Newly announced fiscal stimulus and continuing support from monetary policy should boost domestic demand, helping to offset the weak external environment.

Economic growth in China is expected to strengthen as fiscal and monetary stimulus increase domestic demand and help reduce the country's reliance on exports. In other emerging-market economies, economic conditions were very weak in the first half of 2009, but are projected to recover gradually over 2009 and 2010, contributing to higher global demand and providing further support for commodity prices over the medium term (**Chart 6**).

Chart 6: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



* Spot price for crude oil (17 July 2009)

• Spot price for natural gas (17 July 2009)

♦ Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009

Source: NYMEX

The Canadian Economy

At the time of the *April Report*, the Bank projected that the recession in Canada would deepen further and that a muted recovery would start in the fourth quarter of 2009. Factors underpinning the projected recovery included monetary and fiscal stimulus, improvements in global financial conditions and confidence, the beginning of the recovery in the global economy, and a strengthening in the terms of trade. Recent events have been broadly in line with this profile. However, with the economy supported by better financial conditions and higher levels of business and consumer confidence than anticipated, the downturn in activity in the first half of the year has been less severe, and growth is now projected to turn positive in the third quarter. In part, this earlier pickup in GDP growth represents a bringing forward of household expenditures relative to the Bank's previous projections, which modestly alters the profile of growth over the projection period. Aside from these timing considerations, the outlook for the Canadian economy is broadly consistent with that presented in April.

The downturn in activity in the first half of the year has been less severe, and growth is now projected to turn positive in the third quarter.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

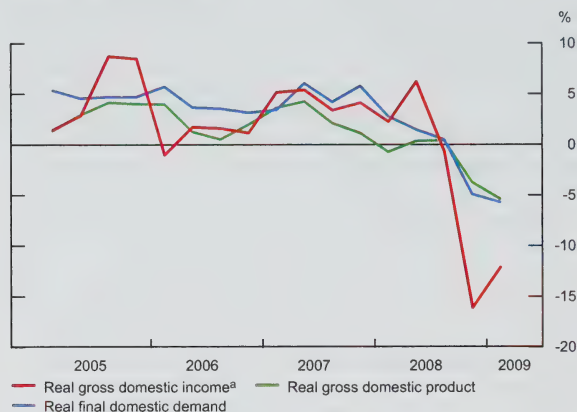
Canada's recession intensified in the first quarter of 2009, in line with the sharp downturn in the global economy. Real GDP fell by 5.4 per cent (at annual rates), the largest quarterly drop since 1991, and real gross domestic income (GDI) continued to fall sharply, owing to a further deterioration in the terms of trade (**Chart 7**). The first-quarter decline in real GDP was less than had been anticipated in the *April Report*, reflecting a smaller-than-expected reduction in household spending and weaker imports.

With the exception of government spending, all the major components of aggregate demand fell in the first quarter. The decline in exports intensified, reflecting the steep drop in U.S. demand and low commodity prices. While the weakness in exports was quite generalized, exports of automotive products were particularly hard hit, plunging by about 80 per cent (at annual rates) as a result of depressed motor vehicle sales in the United States and the major restructuring under way in the North American auto industry. Final domestic demand also fell markedly for a second consecutive quarter, as households and firms curtailed spending in response to the decline in domestic income and the high level of uncertainty. While inventories across all sectors were drawn down in the first quarter, the sharp drop in sales led to a further increase in the stock-to-sales ratio (**Chart 8**), particularly in the manufacturing and wholesale sectors.

The Canadian economy continued to contract in the second quarter of 2009, although the pace of decline appears to have moderated. Consumer

Chart 7: Real gross domestic income has fallen sharply

Quarterly growth at annual rates

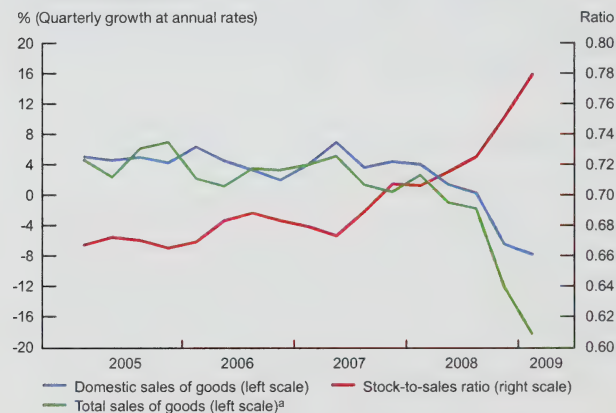


a. Real gross domestic income is current-dollar gross domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Chart 8: Weak sales have led to a further increase in the stock-to-sales ratio

% (Quarterly growth at annual rates)



a. Total sales of goods is final domestic demand less consumption of services plus exports of goods, all in constant dollars.

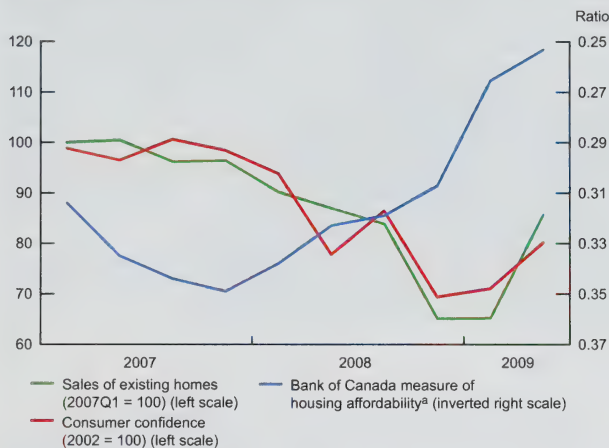
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

spending likely picked up, aided by the rebound in confidence and equity prices, resilient wage growth, and an improvement in the terms of trade. The growth of consumption should nevertheless remain well below trend in the second quarter, owing partly to the past erosion of household wealth and rising unemployment. The housing sector appears to be reviving, as suggested by the sharp rebound in the resale market, reflecting improvements in consumer confidence and affordability (Chart 9).

Foreign demand for Canadian goods and services remained very weak in the second quarter, however. Although the decline in exports appears to have

Chart 9: Improvements in affordability and consumer confidence are helping to revive the housing sector

Quarterly data



a. The value for the second quarter of 2009 is an estimate. This measure captures mortgage payments on a typical house purchase as a ratio of average disposable income and does not include property taxes, insurance, and utility costs. A decline in the ratio indicates an improvement in affordability. For more information on this measure, see <http://credit.bankofcanada.ca>.

Sources: Multiple Listing Service (MLS), Conference Board of Canada, and Bank of Canada calculations

slowed, Canadian exporters continue to face a challenging environment, with the weakness in U.S. demand, the recent appreciation of the Canadian dollar, and ongoing restructuring in the automotive and forest products sectors. Business investment also appears to have fallen further, reflecting uncertainty about the timing and strength of the global recovery and deteriorating cash flows. In addition, firms face ongoing pressure to reduce inventories further in response to exceptionally high stock-to-sales ratios.

In the *April Report*, the Bank revised down its estimate of potential output over the 2009–11 period in light of the important structural changes under way in the Canadian economy and the sizable drop in investment. As a result, the growth of potential output is expected to slow to 1.1 per cent in 2009 and then pick up gradually to 1.5 per cent in 2010 and to 1.9 per cent in 2011.²

The growth of potential output is expected to slow to 1.1 per cent in 2009 and then pick up gradually to 1.5 per cent in 2010 and to 1.9 per cent in 2011.

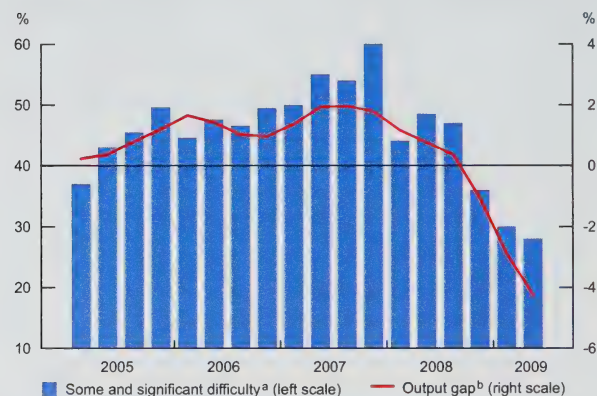
Estimated Pressures on Capacity

Excess supply in the Canadian economy increased substantially as the recession deepened. The Bank's conventional measure of the output gap reached -4.3 per cent in the second quarter of 2009 (**Chart 10**). In assessing excess capacity, the Bank considers the conventional measure in conjunction with several other indicators, particularly since this measure tends to have a higher margin of error around turning points.³ The Bank's summer *Business Outlook Survey* (<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2009/summer/bos0709e.pdf>) reports that the percentage of firms that would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand remains at an exceptionally low level.

² In the October 2008 *Monetary Policy Report*, the Bank had projected the growth of potential output to be 2.4 per cent in 2009 and 2.5 per cent in 2010 and 2011. The Bank will provide a more comprehensive review of its estimates for potential output growth in the October 2009 *Monetary Policy Report*.

³ For a discussion of possible problems in estimating the output gap at the end of a sample, see J.-P. Cayen and S. van Norden, "The Reliability of Canadian Output-Gap Estimates," *North American Journal of Economics and Finance* 16, no. 3 (2005): 373–93.

Chart 10: Excess supply in the Canadian economy has increased markedly



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
 b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the second quarter of 2009 is based on a projected decrease in output of 3.5 per cent (at annual rates) for the quarter.
 Source: Bank of Canada

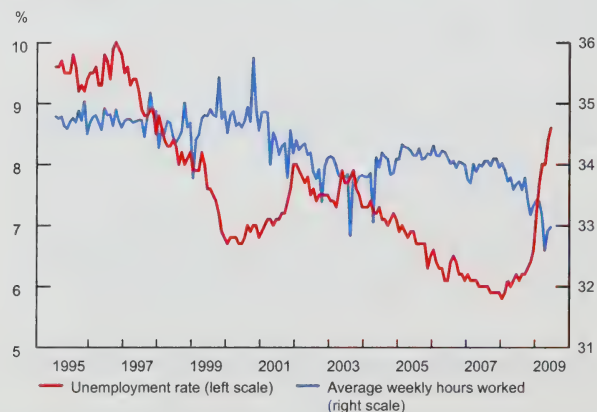
Most labour market indicators mirror the weakness in product markets. The economy has continued to shed jobs (albeit at a slowing rate), average hours worked have fallen, and the unemployment rate has risen to its highest level in 11 years (**Chart 11**). The percentage of firms reporting labour shortages in the Bank's summer survey increased only slightly, after reaching its lowest level in 10 years in the spring survey.

After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3.5 per cent below its production capacity in the second quarter of 2009.

The Bank judges that the economy was operating about 3.5 per cent below its production capacity in the second quarter of 2009.

Chart 11: Hours worked have fallen, and the unemployment rate has risen

Monthly data



Source: Statistics Canada

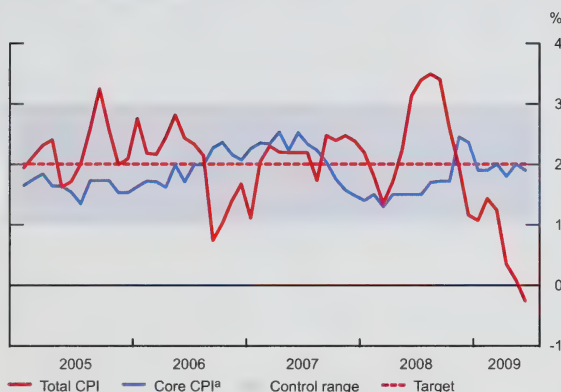
Inflation and the 2 Per Cent Target

As expected, total CPI inflation fell sharply in the second quarter. The 12-month rate of change in total CPI declined from 1.2 per cent in March to -0.3 per cent in June (**Chart 12**), reflecting the large year-on-year drop in energy prices. This decline in total CPI inflation was smaller than anticipated in the *April Report*, however, since core inflation remained roughly unchanged at 1.9 per cent. This stickiness in core inflation, despite the widening output gap, was associated with resilient wage growth relative to the underlying trend in productivity. It may also point to a sluggish response of inflation to excess supply. Nonetheless, the substantial excess supply in the economy is expected to result in lower core inflation over the next few quarters.

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June, while core inflation remained roughly unchanged at 1.9 per cent.

Chart 12: Total CPI inflation has fallen, while core inflation has remained stable

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Measures of near-term inflation expectations have risen somewhat from very low levels in recent months, reflecting increases in commodity prices as well as improved market sentiment and consumer confidence. The latest Consensus Economics forecast for total CPI inflation is 0.4 per cent for 2009. The forecasts for 2010 and beyond remain close to the 2 per cent inflation target. The Bank's most recent *Business Outlook Survey* also showed inflation expectations increasingly concentrated within the Bank's inflation-control range.

Canadian Credit Conditions

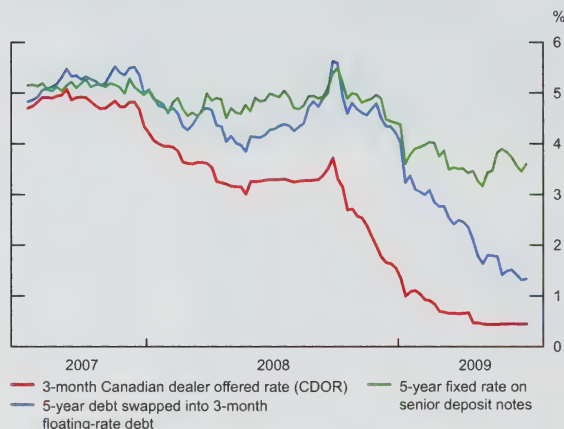
Financial conditions in Canada have improved since the *April Report*, in line with recent global developments. Equities have rebounded, spreads on Canadian corporate bonds have declined significantly, and corporate bond issuance has picked up. Financial conditions in Canada continue to be more favourable than in other advanced economies, as has been the case throughout the financial crisis.

Financial conditions in Canada have improved since April and continue to be more favourable than in other advanced economies.

Funding costs for Canadian banks remain low (**Chart 13**). Borrowing costs for households are also low, although they have recently increased modestly as a result of rising rates on longer-term fixed mortgages (**Table 2**). In contrast, borrowing costs for Canadian businesses have continued to fall in recent months (**Chart 14**), with firms benefiting from the recent sharp reduction in spreads.⁴ The effective average interest rate on business borrowing has declined by about 65 basis points since the *April Report*, despite somewhat

Chart 13: Funding costs for Canadian banks remain low . . .

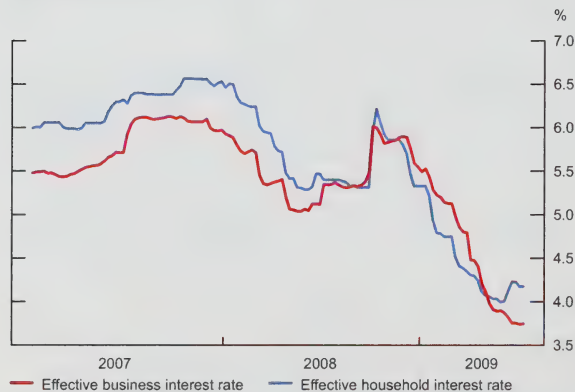
Weekly data



Sources: Bloomberg, Canadian commercial banks, and Bank of Canada calculations

Chart 14: . . . as do borrowing costs for Canadian households and businesses

Weekly data



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions#eir>>.

Source: Bank of Canada calculations

⁴ The effective interest rate for households is a weighted average of various mortgage and consumer credit interest rates. The weights are derived from data on residential mortgages and consumer credit, adjusted for additional information provided by financial institutions. The effective interest rate for businesses is a weighted-average borrowing rate for new lending to non-financial businesses, estimated as a function of bank and market interest rates. The weights are derived from business credit data.

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 December 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 December 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
8 June 2009	0.25	2.25	2.85	5.52	0.43	4.83
17 July 2009	0.25	2.25	2.75	5.85	0.44	4.54

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

higher yields on government bonds. However, respondents in the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (SLOS) (<<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos130702.pdf>>) and *Business Outlook Survey* (BOS) reported that the pricing and availability of business credit tightened further in the second quarter (**Chart 15**).⁵ Nonetheless, the tightening was less generalized and more industry-specific than in previous quarters. Overall, low borrowing costs for households and falling borrowing costs for businesses should help to revive interest-sensitive spending and support the economic recovery.

One indication of the improvement in Canadian financial conditions is the significant increase in the Bank's financial conditions index (FCI) since April. Indeed, the level of the FCI is now slightly above its 10-year average. The index reflects the exceptionally low level of the policy rate, which is offsetting higher-than-normal spreads on corporate bonds and tightening in lending standards (**Technical Box 1**).

Household credit continues to grow at a pace near its average since 1992 and has picked up in recent months (**Chart 16**). This strength seems to be linked to an increased demand for mortgage credit, related to the recent rebound in the resale housing market. Business credit, in contrast, has been much weaker, recording no growth overall in the three months to May, reflecting the weak outlook for business investment, the drawdown in inventories, and tight credit conditions. There was some shift towards market sources of credit, in line with the recent stabilization of financial markets.

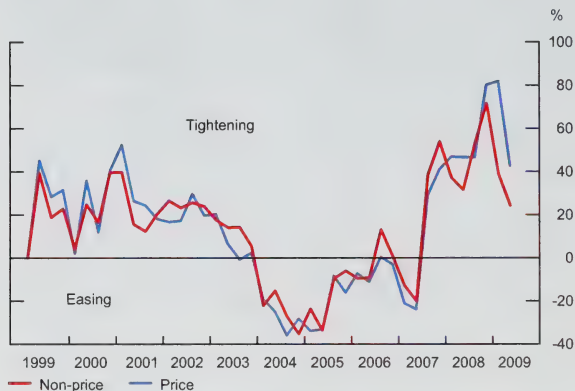
Monetary aggregates have continued to grow strongly, despite declining nominal GDP growth. In the three months to May, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of 14.4 per cent, while M2++ grew by 7.6 per cent. It is difficult to draw the implications of monetary expansion for economic activity,

Low borrowing costs for households and falling borrowing costs for businesses should help to revive interest-sensitive spending and support the economic recovery.

5 The apparent inconsistency between the estimated decline in effective borrowing rates for businesses and the further tightening in lending conditions reported in the surveys likely reflects differences in coverage and timing. For instance, the SLOS covers business financing only from financial institutions, while the BOS results may be affected by the fact that respondents apply for financing infrequently.

Chart 15: Financial institutions have further tightened borrowing conditions for businesses

Price and non-price lending conditions: Balance of opinion from Senior Loan Officer Survey^a



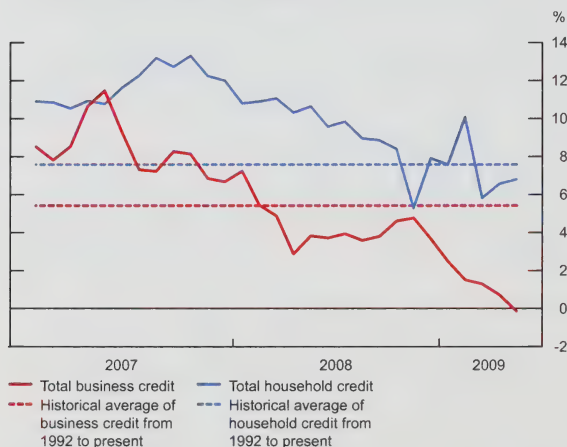
a. The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

Note: Each series is the simple average of the balances of opinion for the small business, commercial, and corporate sectors.

Source: Bank of Canada

Chart 16: Household credit growth remains healthy, but business credit is flat

3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

since the demand for money is likely to be abnormally high and more variable in an environment of very low interest rates and tight credit conditions. It is encouraging, however, that money supply has increased to meet higher demand. The previous portfolio shifts into more-liquid assets should begin to reverse with an improving economic outlook and the normalization of credit conditions.

Monetary Policy Offsetting Headwinds from Credit Conditions

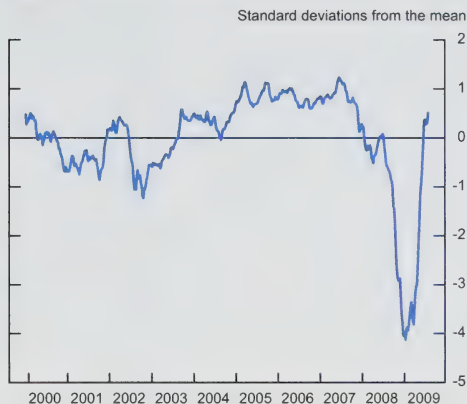
The Bank monitors several indicators to gauge net financial conditions in Canada. One such indicator, the financial conditions index (FCI), provides a measure of the net impact of financial conditions on economic activity. The index is constructed by weighting seven financial variables: equity and house prices, short- and long-term risk-free interest rates, spreads over risk-free rates paid by corporate borrowers, survey-based measure of overall business-lending conditions, and the exchange rate for the Canadian dollar.¹ The relative weights are determined using regression analysis and are based on the impact of a given variable on economic activity.

Since the FCI denotes the level of financial conditions relative to average conditions over the past 10 years, values above zero indicate that conditions are better than average, while values below zero indicate that conditions are worse than average.² Owing to the difficulty of estimating the impact of changes in financial variables on real economic activity and the short time span for some of the data used, the index should be interpreted with caution.

Since the *April Report*, overall financial conditions in Canada as measured by the FCI have improved (**Chart A**). The perceived riskiness of equities and corporate bonds has declined, since investors have become more confident that the policy measures taken worldwide have mitigated the decline in the global economy. The improvement in financial conditions has meant that the level of the FCI is now slightly above its 10-year average. It is important to note, however, that spreads over risk-free rates continue to be considerably higher than the average over the past 10 years, exerting a significant drag on economic growth. This impact on the FCI is being offset by the stimulative effects on economic activity coming from the aggressive cuts in the policy rate and the Bank's conditional commitment to keep rates at the effective lower bound until the end of the second quarter of 2010.

Chart A: Financial conditions index (FCI)

Weekly data



Source: Bank of Canada calculations

¹ For more information on the FCI, see the Bank of Canada's website at <http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions/>.

² The FCI is scaled by its standard deviation from 1999 to the present.

Exchange Rate

The Canadian dollar has strengthened since April, averaging about 87 cents U.S.

The Canadian dollar has strengthened since the *April Report*, trading in a range of roughly 81 to 92 cents U.S. and averaging about 87 cents U.S. (**Chart 17**). The appreciation of the Canadian dollar reflects two broad developments. The first is rising commodity prices, which have caused similar appreciations of other commodity currencies since April. Second is the generalized weakening of the U.S. dollar against all major currencies in the second quarter of 2009.

Chart 17: The Canadian dollar has appreciated since the April Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Canadian monetary and fiscal policies have eased considerably since the onset of the economic downturn.

Policy Response

Canadian monetary and fiscal policies have eased considerably since the onset of the economic downturn. In April 2009, the Bank of Canada lowered its target for the overnight interest rate to 1/4 per cent—the effective lower bound for this target rate—and made a commitment, conditional on the inflation outlook, to keep the policy interest rate at that level until the end of the second quarter of 2010. The Bank also explained the principles that would guide any action to provide further monetary stimulus, if needed, at the effective lower bound. On 4 June and 21 July, the Bank maintained the target overnight rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

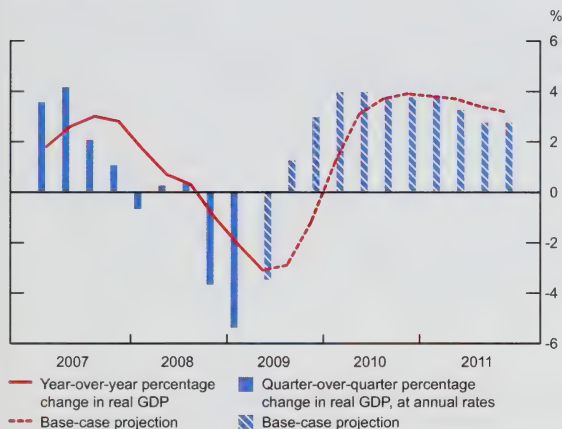
Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 87 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions remaining tight through early 2010, before improving gradually.

Aggregate Demand and Supply

The Bank's base-case projection now sees growth in the Canadian economy resuming in the third quarter of 2009, one quarter earlier than anticipated in the *April Report* (Chart 18). This somewhat more favourable short-term outlook reflects a more modest retrenchment in household and business spending, as negative effects on confidence dissipate, financial market conditions improve, and the terms of trade increase more quickly than previously anticipated. The medium-term outlook for growth is broadly consistent with that in the *April Report* (Table 3). However, growth is projected to be stronger through to mid-2010 and then weaker over the rest of the projection horizon.

Chart 18: Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Table 3: Contributions to average annual real GDP growth

Percentage points^a

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.7 (1.6)	-0.2 (-0.8)	1.3 (1.0)	1.4 (2.0)
Housing	-0.2 (-0.2)	-0.6 (-1.1)	0.1 (0.2)	0.2 (0.7)
Government	1.1 (0.8)	1.0 (1.1)	1.3 (1.3)	-0.4 (-0.4)
Business fixed investment	0.0 (0.2)	-1.6 (-1.6)	0.1 (-0.3)	0.9 (1.1)
Subtotal: Final domestic demand	2.6 (2.4)	-1.4 (-2.4)	2.8 (2.2)	2.1 (3.4)
Exports	-1.6 (-1.6)	-5.3 (-4.6)	2.0 (1.6)	2.4 (2.4)
Imports	-0.3 (-0.2)	5.7 (5.5)	-2.8 (-2.0)	-2.3 (-3.0)
Subtotal: Net exports	-1.9 (-1.8)	0.4 (0.9)	-0.8 (-0.4)	0.1 (-0.6)
Inventories	-0.3 (-0.1)	-1.3 (-1.5)	1.0 (0.7)	1.3 (1.9)
GDP	0.4 (0.5)	-2.3 (-3.0)	3.0 (2.5)	3.5 (4.7)
Memo items:				
Potential output	1.7 (2.0)	1.1 (1.2)	1.5 (1.5)	1.9 (1.9)
Real gross domestic income (GDI)	2.0 (2.0)	-5.9 (-6.4)	3.9 (2.5)	4.4 (6.3)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

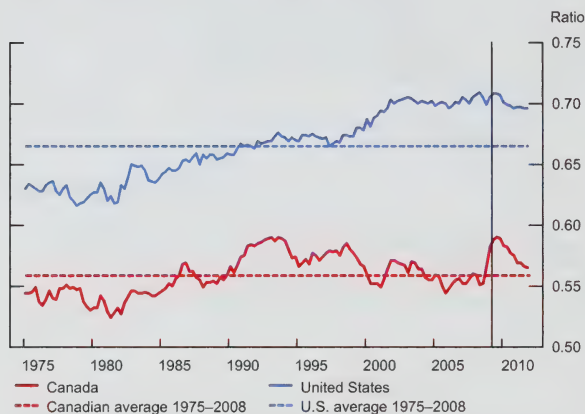
The Canadian economy is projected to contract by 2.3 per cent this year, and grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.

On an annual average basis, the economy is projected to contract by 2.3 per cent this year, and to grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.

Despite the upward revision to their spending profile in 2009 and 2010, households are expected to remain cautious in light of the continued weakness in labour markets and the erosion in household wealth from past declines in equity and house prices. As a result, the personal savings rate is expected to remain elevated over the projection horizon, at or above its average since the mid-1990s. This adjustment returns the share of consumer spending in nominal GDP to its long-run average. This share has been relatively stable in Canada, in contrast to the situation in the United States, where it has risen substantially (**Chart 19**). The stimulus coming from monetary and fiscal policies should help to support household spending over the projection horizon.

Chart 19: Consumer spending in Canada as a share of nominal GDP is expected to return to its long-run average

Ratio of nominal consumption to GDP, quarterly data



Note: 2009Q2 to 2011Q4 are base-case projections.

Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Business fixed investment is expected to contract sharply in 2009, reflecting the ongoing and substantial drop in corporate profits, tight credit conditions, the high level of uncertainty, and excess production capacity. Firms are also expected to draw down their inventories, and this is projected to subtract significantly from GDP growth in 2009. The improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices, should help boost business spending in 2010.

Export volumes are expected to recover over the projection period in response to the improvement in external demand—partly reflecting a pickup in motor vehicle production in North America (from the very low levels in 2009) and a rebound in U.S. housing activity—as well as higher commodity prices. Canadian exporters will benefit disproportionately from the U.S. recovery in 2010–11, since the projected growth in the Bank's U.S. activity index (**Technical Box 2**) is higher than the expected growth in U.S. real GDP over this period (**Chart 20**). Import volumes are also projected to pick up, starting in the second half of 2009, in line with the anticipated economic recovery and the recent appreciation of the Canadian dollar.

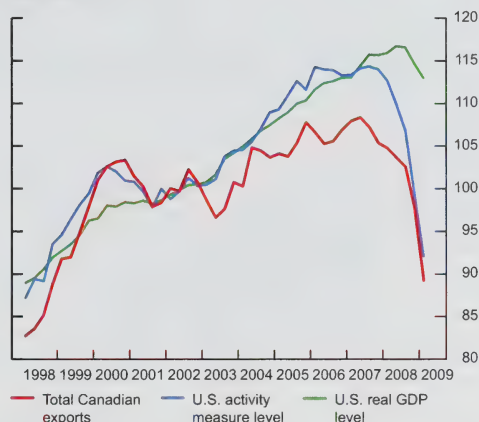
The U.S. Activity Index Used at the Bank of Canada

Because the United States is the primary market for Canada's exports, export volumes are heavily influenced by U.S. economic activity. Some areas of U.S. activity are far more important for Canadian exports than others, however, and this is not properly captured by conventional measures of U.S. aggregate demand, such as real GDP. Canada exports finished goods that feed specific components of U.S. final demand (e.g., motor vehicles) as well as commodities and intermediate goods that are inputs to U.S. production (e.g., motor vehicle parts). The various export categories have different weights in total exports, and the specific U.S. markets they serve show cyclical variations, the timing and amplitude of which differ markedly from those of U.S. aggregate demand. To gauge how the overall market for Canadian exports evolves over the business cycle, the Bank of Canada uses a U.S. activity index that weights specific U.S. demand and production variables according to the relative size of the related categories in total Canadian exports.

The U.S. activity index performs better than other aggregate activity variables in predicting total Canadian exports, using an econometric model that controls for changes in the relative price of exports. As shown in **Chart A**, Canadian exports fit more closely with the U.S. activity index than with U.S. real GDP,¹ but divergences are to be expected in periods of large cumulative movements in the exchange rate for the Canadian dollar, such as 2003–08.

Chart A: Real Canadian exports and measures of the U.S. market

Index: 2002 = 100



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

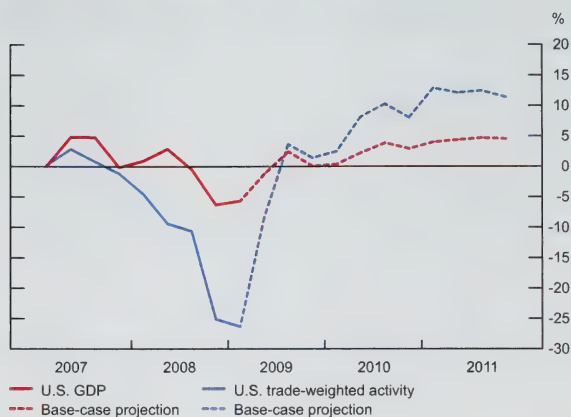
Export category	U.S. activity variable (index)	Weight (%)
Forestry products	Residential construction	3.8
Other intermediate goods	Industrial production	34.5
Motor vehicle parts	Motor vehicle production	6.7
Motor vehicles	Motor vehicle sales	14.6
Machinery and equipment	Investment in machinery and equipment	23.5
Consumer goods	Personal expenditures on goods	4.0
Services	U.S. GDP	13.0

Note: All the variables are in real terms. Data for residential construction, investment in machinery and equipment, personal expenditures on goods, and GDP originate from the U.S. national accounts, NIPA, compiled by the U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA). Industrial production and motor vehicle production correspond to the industrial production indexes—total and motor vehicles—compiled by the U.S. Federal Reserve Board. Motor vehicle sales correspond to the sum of the unit auto sales and light truck sales in BEA's NIPA Table 7.2.5S.

¹ Over the 1998Q2–2009Q1 period, the correlation coefficients between changes in real total Canadian exports and changes in the U.S. activity index and real U.S. GDP are 0.66 and 0.55, respectively.

Chart 20: The composition of U.S. demand should be more favourable to Canadian exports

Quarterly growth at annual rates



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, and Bank of Canada calculations

As economic activity begins to improve, excess supply will gradually be absorbed, and the economy is expected to reach production capacity in the middle of 2011.

The Projection for Inflation

Core inflation is expected to decline to a trough of 1.4 per cent in the fourth quarter of 2009, reflecting the significant excess supply in the Canadian economy and a continued deceleration in food prices (**Table 4**). This is higher than expected in the *April Report*, owing mainly to the smaller output gap. With excess supply being absorbed gradually, and with inflation expectations well anchored, core inflation is projected to return to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Table 4: Summary of the base-case projection^a

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.4)	-5.4 (-7.3)	-3.5 (-3.5)	1.3 (-1.0)	3.0 (2.4)	4.0 (3.4)	4.0 (3.6)	3.8 (4.4)	3.8 (4.8)	3.8 (5.0)	3.3 (5.0)	2.8 (4.7)	2.8 (4.3)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-0.7)	-2.1 (-2.4)	-3.1 (-3.4)	-2.9 (-3.8)	-1.2 (-2.4)	1.2 (0.3)	3.1 (2.1)	3.7 (3.4)	3.9 (4.0)	3.8 (4.4)	3.7 (4.8)	3.4 (4.9)	3.2 (4.7)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.0 (1.9)	1.9 (1.6)	1.6 (1.3)	1.4 (0.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.1)	1.6 (1.3)	1.7 (1.5)	1.9 (1.7)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (-0.1)	-0.7 (-0.8)	1.2 (1.0)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.3 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	58 (58)	43 (43)	62 (51)	62 (57)	64 (60)	67 (62)	68 (64)	69 (66)	70 (67)	71 (68)	72 (69)	73 (70)	74 (71)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the *April Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009.

Total CPI inflation is expected to continue to fall in the third quarter of 2009, reaching a trough of -0.7 per cent, before returning to the Bank's 2 per cent target in the second quarter of 2011.

The uncertainty around the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 21** and **Chart 22** show the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the third quarter of 2009 to the end of 2011.⁶ They show, in particular, the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Both total and core inflation are expected to return to the Bank's 2 per cent target in the second quarter of 2011.

Chart 21: Projection for core CPI inflation

Year-over-year percentage change

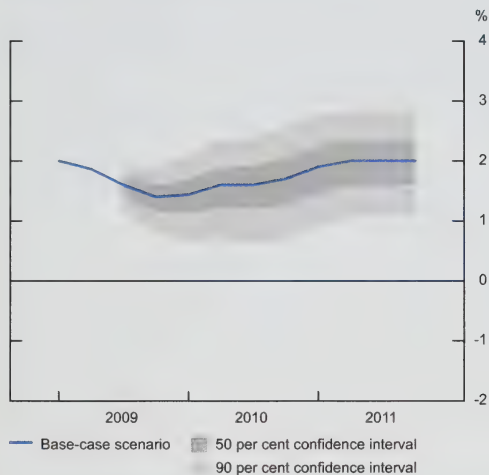
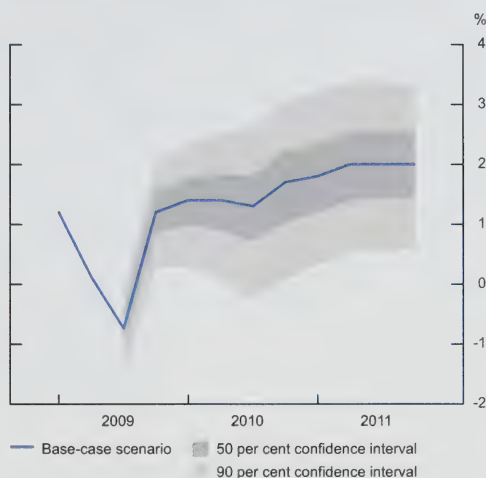


Chart 22: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



⁶ Technical details on the construction of the fan charts are available at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpi/pdf/background_fan_charts.pdf>.

Risks to the Outlook

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, and recent developments provide encouraging signs of a potential upturn in global and Canadian economic activity, significant upside and downside risks remain to the Bank's inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that the momentum in economic activity will be stronger and more sustained than currently anticipated. While the Bank's latest base-case projection already incorporates a somewhat faster pickup in domestic demand than had been expected in the *April Report*, the recent rebound in consumer confidence, coupled with improvements in financial conditions, could lead to less precautionary saving, stronger growth, and an earlier return to the 2 per cent inflation target. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the investment response more delayed than currently envisaged.

The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected and further setbacks cannot be precluded—triggered, for example, by unexpected losses at financial institutions or by escalating concerns about current account and budgetary imbalances. Such developments could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

Les risques entourant les perspectives

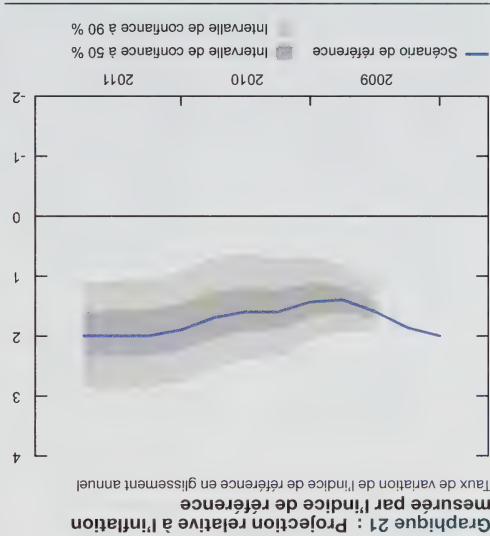
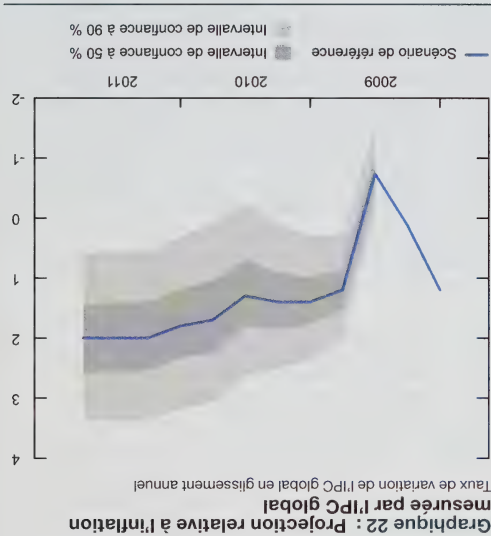
Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale et que l'évolution récente offre des signes encourageants d'un redressement potentiel de l'activité au Canada et à l'échelle du globe, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Dans son dernier scénario de référence, la Banque table déjà sur une remontée un peu plus rapide de la demande intérieure qu'escamote dans la livraison d'avril du *Rapport*, mais le récent regain de confiance des consommateurs, combiné à l'amélioration de la situation financière, pourrait entraîner une baisse de l'épargne de précaution, une croissance plus vive et un retour de l'inflation plus rapide que prévu à la cible de 2 %. Un autre risque à la hausse a trait à la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la reconstruction importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérerait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus grande qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers, provoqués notamment par des pertes inattendues subies par les institutions financières ou par une aggravation des préoccupations au sujet des déséquilibres du compte courant et des déséquilibres budgétaires. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

6 On trouvera des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.



a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avis du Rapport sur la politique monétaire.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermedate (en \$ C.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 juillet 2009.

	2008				2009				2010				2011			
	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.	4 ^e trim.	1 ^{er} trim.	2 ^e trim.	3 ^e trim.
PIB réel (taux de variation tri-mestriel annualisé)	-3,7	-5,4	-3,5	(-3,5)	(-2,4)	1,3	3,0	(3,4)	4,0	3,8	3,8	3,8	3,3	2,8	2,8	(4,3)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0	-2,1	-3,1	(-3,4)	(-3,8)	(-2,4)	(0,3)	(2,1)	(3,4)	(4,0)	(4,4)	(4,8)	(4,9)	3,2	3,4	(4,7)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	(2,2)	2,0	1,9	(1,6)	(1,3)	(0,9)	(1,0)	(1,1)	1,6	1,7	(1,7)	(1,9)	2,0	2,0	(2,0)	(2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	(2,0)	1,2	0,1	(-0,1)	(-0,8)	(1,0)	(1,6)	(1,4)	1,3	1,7	(1,8)	(1,9)	2,0	2,0	(2,0)	(2,0)
WTI (niveau)	58	43	62	(51)	(57)	62	64	67	68	69	70	71	72	73	74	(71)

Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence^a

pour la période allant du troisième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011^a. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada

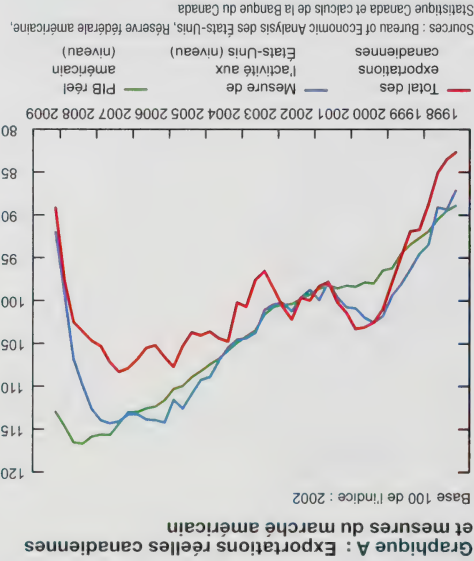
Comme les États-Unis constituent le premier marché pour les exportations canadiennes, le volume des exportations est largement tributaire de l'activité économique dans ce pays. Certains secteurs de l'activité revêtent toutefois beaucoup plus d'importance pour les exportations canadiennes que d'autres, et les mesures classiques de la demande globale américaine telles que le produit intérieur brut (PIB) réel ne permettent pas d'en rendre compte adéquatement. Le Canada exporte des produits finis qui alimentent des composantes précises de la demande finale aux États-Unis (p. ex., des véhicules automobiles) ainsi que des matières premières et des biens intermédiaires qui entrent dans la fabrication de biens aux États-Unis (p. ex., des pièces automobiles). Les diverses catégories d'exportations n'ont pas toutes le même poids dans le total des exportations, et les marchés américains auxquels elles sont destinées présentent des variations cycliques, dont le moment et l'ampleur sont nettement différents de ceux de la demande globale aux États-Unis. Afin d'évaluer la manière dont l'ensemble du marché pour les exportations canadiennes évolue au cours du cycle économique, la Banque du Canada fait appel à un indice de l'activité aux États-Unis. Cet indice est composé de certaines variables de la demande et de des catégories correspondantes du total des exportations canadiennes.

L'indice de l'activité aux États-Unis permet de prévoir le total des exportations canadiennes plus efficacement que les autres variables de l'activité globale quand on utilise un modèle économétrique qui tient compte des fluctuations du prix relatif des exportations. Comme l'indique le **Graphique A**, les exportations canadiennes sont davantage corrélées avec l'indice de l'activité aux États-Unis qu'avec le PIB réel américain, bien qu'on puisse s'attendre à des écarts lorsque le taux de change du dollar canadien affiche d'importants mouvements cumulatifs, comme ce fut le cas de 2003 à 2008.

1 Sur la période allant du deuxième trimestre de 1998 au premier trimestre de 2009, les coefficients de corrélation entre, d'une part, les variations du total des exportations réelles canadiennes et, d'autre part, celles de l'indice de l'activité aux États-Unis et du PIB réel américain se sont établis respectivement à 0,66 et 0,55.

Nota : Toutes les variables sont mesurées en termes réels. Les données relatives à la construction résidentielle, aux investissements en machines et matériel, aux dépenses des ménages en biens et au PIB sont tirées des comptes nationaux américains, établis par le Bureau of Economic Analysis. Les chiffres de la production industrielle et de la fabrication de véhicules automobiles sont ceux des indices correspondants (indice d'ensemble de la production industrielle et véhicules automobiles) calculés par la Réserve fédérale. Le total des ventes de véhicules automobiles équivaut à la somme des ventes unitaires et de camions légers dont fait état le tableau 7.2.55 des comptes nationaux américains.

Variable de l'activité aux États-Unis (indice) (en %)		Poids	
Catégorie d'exportations		Produits forestiers	
		Autres biens intermédiaires	
		Pièces automobiles	
		Véhicules automobiles	
		Machines et matériel	
		Biens de consommation	
		Services	
		PIB des États-Unis	
		Dépenses des ménages en biens et matériel	
		Investissements en machines et matériel	
		Ventes de véhicules automobiles	
		Fabrication de véhicules automobiles	
		Production industrielle	
		Construction résidentielle	
		PIB des États-Unis	



L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

La projection en matière d'inflation

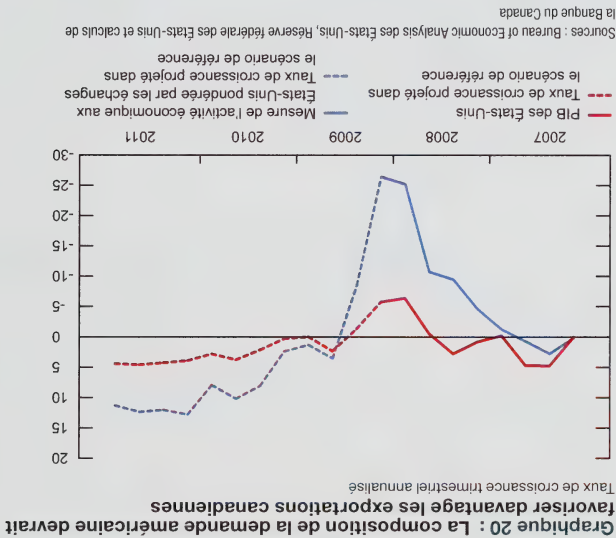
L'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer encore au troisième trimestre de 2009 et toucher un creux de -0,7 %, avant de retourner à la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait diminuer encore au troisième trimestre de 2009 et toucher un creux de -0,7 %, avant de retourner à la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011.



en Amérique du Nord (à partir des très bas niveaux enregistrés en 2009) et à un regain de l'activité dans le secteur américain du logement — ainsi que de la hausse des prix des produits de base. Les exportateurs canadiens bénéficieraient de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par un indice conçu à cet effet par la Banque (Note technique 2) étant supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période (Graphique 20). Le volume des importations devrait lui aussi remonter à compter du second semestre de 2009, dans la foulée de la reprise économique anticipée et de l'appréciation récente du dollar canadien.

L'activité économique commençant à se redresser, l'offre excédentaire se résorbera graduellement, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au milieu de 2011.

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel

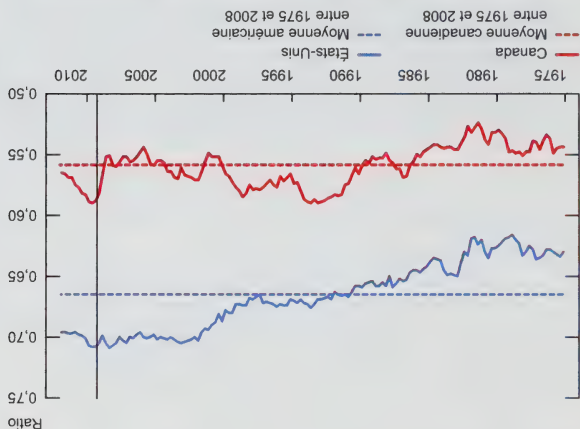
En points de pourcentage^a

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,7 (1,6)	-0,2 (-0,8)	1,3 (1,0)	1,4 (2,0)
Logement	-0,2 (-0,2)	-0,6 (-1,1)	0,1 (0,2)	0,2 (0,7)
Administrations publiques	1,1 (0,8)	1,0 (1,1)	1,3 (1,3)	-0,4 (-0,4)
Investissements fixes des entreprises	0,0 (0,2)	-1,6 (-1,6)	0,1 (-0,3)	0,9 (1,1)
Total partiel : demande intérieure finale	2,6 (2,4)	-1,4 (-2,4)	2,8 (2,2)	2,1 (3,4)
Exportations	-1,6 (-1,6)	-5,3 (-4,6)	2,0 (1,6)	2,4 (2,4)
Importations	-0,3 (-0,2)	5,7 (5,5)	-2,8 (-2,0)	-2,3 (-3,0)
Total partiel : exportations nettes	-1,9 (-1,8)	0,4 (0,9)	-0,8 (-0,4)	0,1 (-0,6)
Stocks	-0,3 (-0,1)	-1,3 (-1,5)	1,0 (0,7)	1,3 (1,9)
PIB	0,4 (0,5)	-2,3 (-3,0)	3,0 (2,5)	3,5 (4,7)
Production potentielle	1,7 (2,0)	1,1 (1,2)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-5,9 (-6,4)	3,9 (2,5)	4,4 (6,3)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avril du Rapport sur la politique monétaire.

Graphique 19 : On s'attend à ce que la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal au Canada revienne à sa moyenne à long terme

Ratio de la consommation nominale au PIB, données trimestrielles



Nota : Les valeurs projetées pour la période du deuxième trimestre de 2009 au quatrième trimestre de 2010 sont celles du scénario de référence.

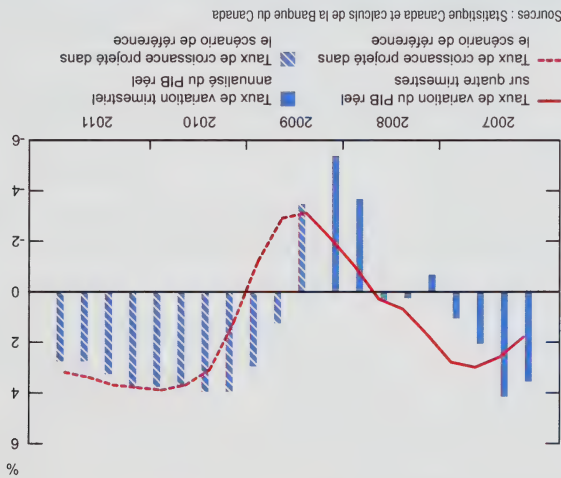
Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

les entreprises réduisent leurs stocks, ce qui devrait freiner sensiblement la progression du PIB en 2009. L'amélioration de la situation financière et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises en 2010. On entrevoit que le volume des exportations se redressera au cours de la période de projection sous l'effet du raffermissement de la demande extérieure — lié en partie à la reprise de la production de véhicules automobiles

L'offre et la demande globales

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit à présent que l'économie canadienne recommencera à croître au troisième trimestre de 2009, soit un trimestre plus tôt qu'elle ne l'entrevoyait dans le *Rapport d'avril* (Graphique 18). Cette prévision à court terme un peu plus favorable tient au repli plus modeste des dépenses des ménages et des entreprises, grâce à l'atténuation des effets négatifs s'exerçant sur la confiance, à l'amélioration des conditions sur les marchés financiers et à l'accroissement plus rapide qu'anticipé antérieurement des termes de l'échange. À moyen terme, les perspectives de croissance sont généralement conformes à celles présentées dans le *Rapport d'avril* (Tableau 3). Toutefois, l'expansion prévue est plus robuste jusqu'au milieu de 2010 puis plus faible pendant le reste de la période considérée.

Graphique 18 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

En moyenne annuelle, l'économie devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011. Malgré la révision à la hausse des prévisions des dépenses des ménages en 2009 et 2010, on s'attend à ce que ceux-ci demeurent prudents, compte tenu de l'atonie persistante des marchés du travail et de l'érosion de leur patrimoine imputable au fléchissement antérieur des prix des actions et des maisons. Par conséquent, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection, soit à un niveau égal ou supérieur à la moyenne enregistrée depuis le milieu des années 1990. Cet ajustement ramène la part des dépenses de consommation dans le PIB nominal à sa moyenne à long terme. Cette part a été relativement stable au Canada, contrairement à la situation aux États-Unis, où elle a augmenté considérablement (Graphique 19). Le dynamisme insufflé par les politiques monétaire et budgétaires devrait contribuer à soutenir les dépenses des ménages au cours de la période projetée.

On prévoit une vive contraction des investissements fixes des entreprises en 2009, attribuable à la baisse substantielle des profits des sociétés observée actuellement, aux conditions du crédit tendues, au niveau élevé d'incertitude et aux capacités de production excédentaires. On s'attend aussi à ce que

L'économie canadienne devrait se contracter de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.

Graphique 17 : Le dollar canadien s'est apprécié depuis la parution du Rapport d'avril
Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
Source : Banque du Canada

et 2) l'affaiblissement généralisé du dollar américain en regard de toutes les grandes monnaies au deuxième trimestre de 2009.

Les mesures d'intervention

Les politiques canadiennes en matière monétaire et budgétaire se sont considérablement assouplies depuis le début du ralentissement économique. En avril 2009, la Banque du Canada a abaissé le taux cible du financement à un jour à 25 points de base — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et s'est engagée, sous réserve des perspectives de l'inflation, à maintenir le taux directeur à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010. La Banque a également exposé les principes qui la guideraient si une détente monétaire supplémentaire s'avérait nécessaire alors que le taux directeur se situe à sa valeur plancher. Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a laissé inchangé le taux cible du financement à un jour à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 87 cents E.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la persistance de conditions de crédit tendues à l'échelle du globe jusqu'au début de 2010, puis leur relâchement graduel.

La politique monétaire fait contrepoids au frein qu'exercent les conditions du crédit

Note technique 1

Pour évaluer l'orientation des conditions financières au Canada, la Banque suit plusieurs indicateurs. L'un d'eux, l'indice des conditions financières (ICF), mesure l'incidence nette des conditions financières sur l'activité économique. Cet indice est une moyenne pondérée de sept variables financières, à savoir :

le prix des actions, celui des logements, les taux d'intérêt sans risque à court et à long terme, la prime payée par les émetteurs privés par rapport au taux des obligations sans risque, une mesure — obtenue par enquête — des conditions générales du crédit aux entreprises ainsi que le taux de change du dollar canadien¹. Les coefficients de pondération appliqués à chaque variable sont déterminés à l'aide d'une analyse de régression et sont fonction de l'incidence relative de chacune sur l'activité économique.

Le niveau de l'ICF donne une indication du degré de tension financière par rapport à la moyenne des dix années précédentes : les valeurs supérieures à zéro dénotent des conditions financières meilleures que la moyenne, et les valeurs inférieures à zéro, des conditions plus tendues que la moyenne². Vu les difficultés inhérentes à l'évaluation de l'effet des mouvements des variables financières sur l'activité économique réelle et la brièveté de la période couverte par certaines données, l'indice doit être interprété avec prudence.

Selon l'ICF, les conditions financières globales au Canada se sont améliorées depuis la parution du Rapport d'avril (**Graphique A**). Le risque perçu par les investisseurs à l'égard des actions et des obligations a diminué, ces derniers étant maintenant davantage convaincus que les mesures adoptées par les autorités partout dans le monde ont atténué l'ampleur de la baisse de l'activité économique. Conséquence de l'amélioration des conditions financières, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de son niveau moyen des dix dernières années. Il est à noter cependant que les primes par rapport aux taux sans risque demeurent nettement supérieures à la moyenne calculée sur dix ans, ce qui représente un frein considérable à la croissance économique.

- 1 Pour de plus amples renseignements sur l'ICF, consultez le site Web de la Banque du Canada, à l'adresse <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.
- 2 Le niveau de l'ICF est normalisé par son écart-type, calculé sur la période allant de 1999 à aujourd'hui.

Graphique A : Indice des conditions financières (ICF)



Source : Calculs de la Banque du Canada

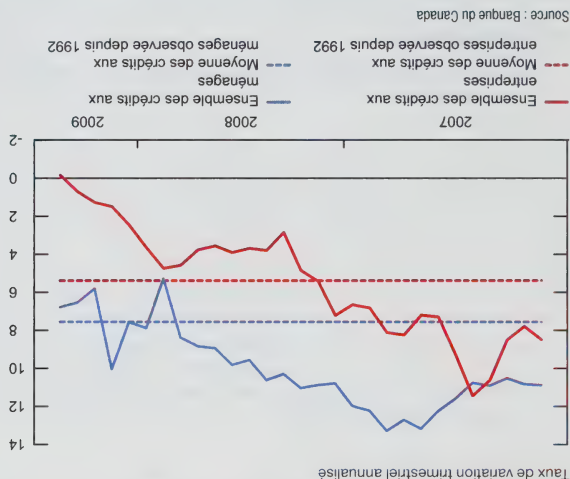
L'influence de cette composante sur le niveau de l'ICF est contrebalancée en revanche par l'effet stimulant sur l'activité des réductions énergiques du taux directeur et de l'engagement conditionnel pris par la Banque de maintenir ce taux à sa valeur plancher jusqu'à la fin du second trimestre de 2010.

élevés sur les obligations de sociétés et le durcissement des normes d'octroi des prêts (Note technique 1).

Le crédit aux ménages continue de progresser à une cadence proche de sa moyenne depuis 1992 et s'est redressé ces derniers mois (Graphique 16). Cette vigueur semble tenir à la demande accrue de crédit hypothécaire, elle-même liée à la reprise récente sur le marché de la revente de maisons. Le crédit aux entreprises, par contre, a été beaucoup plus faible; sa croissance globale nulle au cours de la période de trois mois qui se terminait en mai s'explique par les sombres perspectives en matière d'investissements des entreprises, la réduction des stocks et les conditions du crédit tendues. On a observé un certain déplacement vers des sources de financement sur les marchés parallèlement à la récente stabilisation des marchés financiers.

Les agrégats monétaires ont poursuivi leur forte expansion, malgré le recul de la croissance du PIB nominal. Dans la période de trois mois s'étant achevée en mai, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annuel de 14,4 %, et l'agrégat M2+, à un taux de 7,6 %. Il est difficile de voir quelles sont les implications de cette expansion monétaire pour l'activité économique, puisque la demande de monnaie risque d'être anormalement élevée et plus volatile dans un contexte de très bas taux d'intérêt et de conditions du crédit tendues. Il est toutefois encourageant que l'offre de monnaie ait augmenté pour répondre à la demande accrue. La tendance aux modifications de portefeuilles en faveur d'actifs plus liquides devrait commencer à s'inverser, compte tenu de l'amélioration des perspectives économiques et de la normalisation des conditions du crédit.

Graphique 16 : La croissance du crédit aux ménages demeure saine, mais le crédit aux entreprises est faible



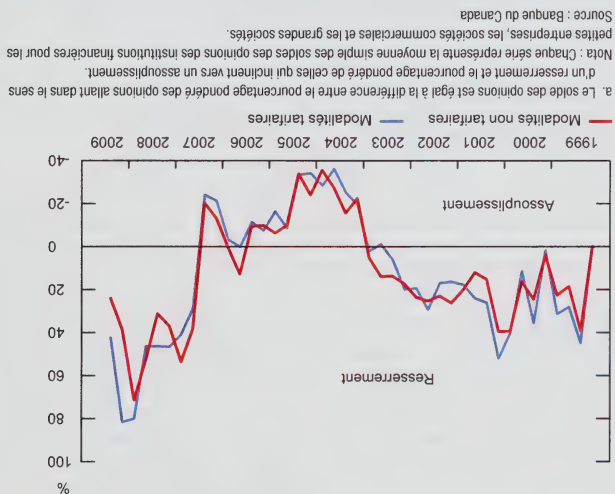
Le taux de change

Le dollar canadien s'est raffermi depuis la publication du *Rapport d'avril*; il s'est échangé à l'intérieur d'une fourchette d'environ 81 à 92 cents £.-U. et s'est établi, en moyenne, aux alentours de 87 cents £.-U. (Graphique 17). L'appréciation du dollar canadien tient à deux grands facteurs : 1) le renchérissement des produits de base, qui a entraîné des appréciations similaires à d'autres monnaies liées aux prix des matières premières depuis avril,

Le dollar canadien s'est raffermi depuis avril, s'établissant, en moyenne, aux alentours de 87 cents £.-U.

- 4 Le taux d'intérêt effectif pour les ménages est une moyenne pondérée de divers taux d'intérêt de prêts hypothécaires et de prêts à la consommation. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit hypothécaire à l'habitation et le crédit à la consommation, ajustées en fonction de renseignements complémentaires fournis par les institutions financières. Quant au taux d'intérêt effectif pour les entreprises, il s'agit d'un taux d'emprunt moyen pondéré applicable aux nouveaux prêts accordés aux entreprises non financières. Il est estimé à partir de taux d'intérêt bancaires et de taux d'intérêt des marchés. Les coefficients de pondération sont établis d'après les données sur le crédit aux entreprises.
- 5 La contradiction apparente entre la baisse estimative des taux d'emprunt effectifs pour les entreprises et le nouveau resserrement des conditions de prêt dont tout état les enquêtes s'explique vraisemblablement par des différences dans la nature des données recueillies et le moment où les répondants sont sondés. Par exemple, l'enquête auprès des responsables du crédit porte sur le financement obtenu par les entreprises uniquement auprès d'institutions financières, tandis que les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises pourraient être influencés par le fait que les répondants ne font pas souvent de demandes de financement.

L'amélioration des conditions financières au Canada transparaît notamment dans l'accroissement appréciable de l'indice des conditions financières (ICF) de la Banque depuis avril. En effet, l'ICF se situe maintenant légèrement au-dessus de sa moyenne sur dix ans. Cet indice reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur, qui contrebalance les écarts inhabituellement



Graphique 15 : Les institutions financières ont resserré encore les conditions de crédit aux entreprises

Solde des options concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit^a

économique.

repli ces derniers mois (Graphique 14), les firmes tirant parti de la récente chute des écarts⁴. Le taux d'intérêt moyen effectif sur les emprunts des entreprises a diminué de quelque 65 points de base depuis la publication du Rapport d'État. Toutefois, les participants à la plus récente édition de l'enquête auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/tr/sios/pdf/sios130712.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises menées par la Banque ont signalé que le coût et la disponibilité du crédit aux entreprises s'étaient encore détériorés au deuxième trimestre (Graphique 15). Néanmoins, le resserrement était moins généralisé et se concentrait davantage dans certains secteurs qu'aux trimestres précédents. Dans l'ensemble, le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les com-

posantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

Le fait que les coûts d'emprunt des ménages soient peu élevés et que ceux des entreprises soient en régression devrait contribuer à relancer les composantes de la dépense sensibles aux taux d'intérêt et à soutenir la reprise économique.

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

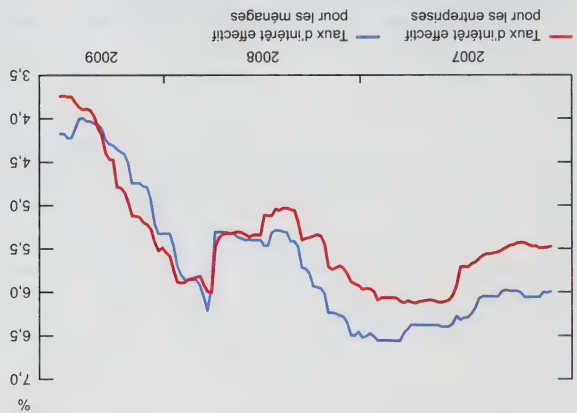
En pourcentage

Date	Taux du financement à un jour	Taux hypothécaire variable effectif affiché à long terme de sociétés	Taux hypothécaire variable effectif affiché à long terme de sociétés	Taux des obligations bancaires à trois mois	Taux des obligations de sociétés
31 juil. 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75
18 oct. 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85
6 déc. 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70
24 janv. 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23
17 juil. 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29
23 oct. 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68
11 déc. 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77
22 janv. 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,52	0,43
17 juil. 2009	0,25	2,25	2,75	5,85	0,44

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

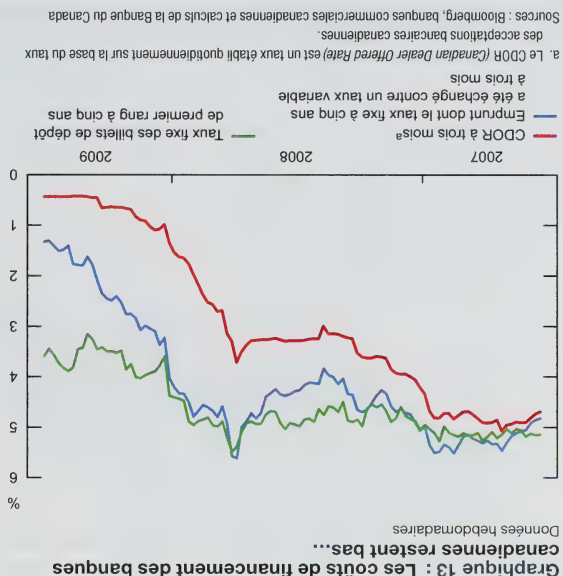
Graphique 14 : ... tout comme les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens

Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada



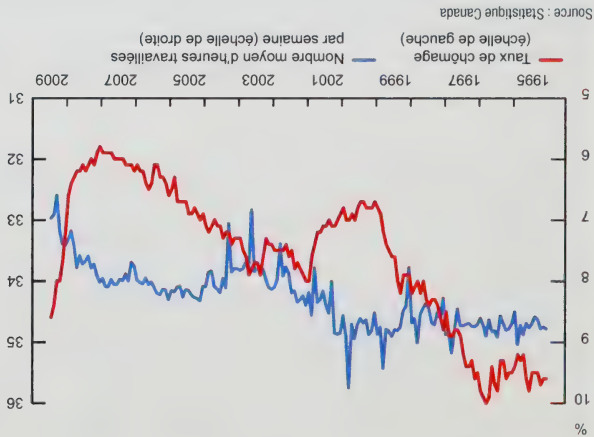
Les conditions du crédit au Canada

de la croissance des salaires par rapport à la tendance sous-jacente de la productivité. Elle pourrait aussi indiquer une inertie de l'inflation face à l'offre excédentaire. On s'attend néanmoins à ce que la marge substantielle de capacités inutilisées au sein de l'économie fasse baisser le taux d'accroissement de l'indice de référence au cours des prochains trimestres. Les indicateurs des attentes d'inflation à court terme ont quelque peu augmenté comparativement aux très bas niveaux enregistrés ces derniers mois, sous l'influence des hausses des prix des matières premières et de l'amélioration de l'humeur des marchés et de la confiance des consommateurs. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, la croissance de l'IPC global pour 2009 sera de 0,4 %. Les taux prévus en 2010 et à plus long terme continuent d'avoisiner la cible d'inflation de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises révèlent également que les attentes d'inflation se concentrent de plus en plus à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par l'institution.

Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis la parution du *Rapport* d'avril, faisant écho à l'évolution récente observée à l'échelle mondiale. Les cours boursiers ont rebondi, les écarts sur les obligations des sociétés canadiennes ont nettement diminué et la cadence d'émission des obligations de sociétés s'est accélérée. Les conditions financières demeurent plus favorables au Canada que dans les autres économies avancées, ce qui est d'ailleurs le cas depuis les débuts de la crise financière. Les coûts de financement des banques canadiennes restent bas (Graphique 13). Les coûts d'emprunt des ménages sont également peu élevés, bien qu'ils se soient quelque peu accrus dernièrement par suite de la majoration des taux hypothécaires fixes à plus long terme (Tableau 2). Pour leur part, les coûts d'emprunt des entreprises canadiennes ont poursuivi leur

Les conditions financières au Canada se sont améliorées depuis avril et demeurent plus favorables que dans les autres économies avancées.

Graphique 11 : Le nombre d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage a augmenté



L'inflation et la cible de 2 %

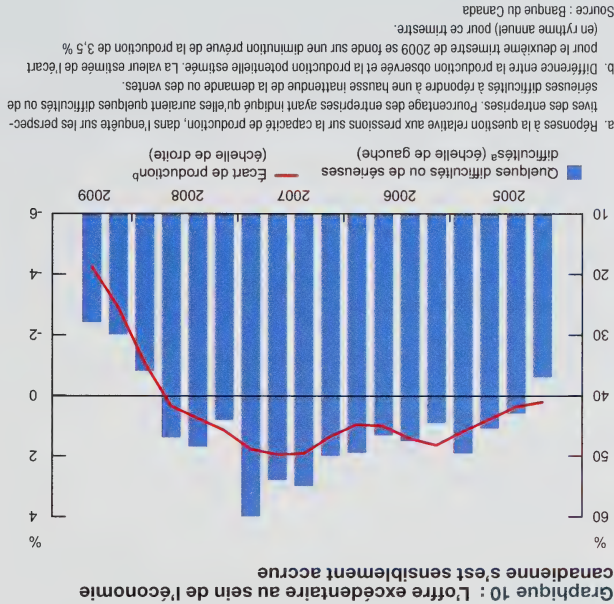
Comme on le prévoyait, l'inflation mesurée par l'IPC global a diminué de façon marquée au deuxième trimestre. Le taux de variation sur douze mois de l'indice est passé de 1,2 % en mars à -0,3 % en juin (Graphique 12), sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des prix de l'énergie. Ce recul de l'IPC global est cependant inférieur à ce qu'on anticipait dans la livraison d'avril du *Rapport*, du fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence, à 1,9 %, n'a à peu près pas varié. Cette rigidité de l'inflation fondamentale, malgré l'élargissement de l'écart de production, est associée à la résilience

Graphique 12 : L'inflation mesurée par l'IPC global a diminué, tandis que celle mesurée par l'indice de référence est demeurée stable



Economics and Finance, vol. 16, n° 3, p. 373-393.

3 Pour une analyse des problèmes susceptibles de se poser dans l'estimation de l'écart de production à la fin d'un échantillon, voir J.-P. Cayer et S. van Norden (2005), « The Reliability of Canadian Output-Gap Estimates », *North American Journal of*



La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

La récession s'accroissant, l'offre excédentaire au sein de l'économie canadienne s'est sensiblement accrue. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production a atteint -4,3 % au deuxième trimestre de 2009 (Graphique 10). Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de par avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à augmenter à proximité des points de retournement³. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet été (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/ete/bos0709f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est demeurée à un niveau exceptionnellement bas. La plupart des indicateurs du marché du travail reflètent la faiblesse des marchés des produits. L'économie a continué de supprimer des emplois (quoique à un rythme plus lent), le nombre moyen d'heures travaillées a fléchi et le taux de chômage n'a jamais été aussi élevé en onze ans (Graphique 11). Le pourcentage des entreprises qui ont fait état de pénuries de main-d'œuvre lors de l'enquête de la Banque réalisée cet été n'a que légèrement augmenté, après avoir touché son niveau le plus bas en dix ans au printemps dernier. Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en considération la faiblesse de la production potentielle liée à la restructuration actuelle de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que celle-ci fonctionnait à environ 3,5 % en deçà de son plein potentiel au deuxième trimestre de 2009.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

2 Dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*, la Banque avait projeté un taux de croissance de la production potentielle de 2,4 % en 2009 et de 2,5 % en 2010 et 2011. Elle présentera un examen approfondi de ses estimations de la croissance de la production potentielle dans le *Rapport* d'octobre 2009.

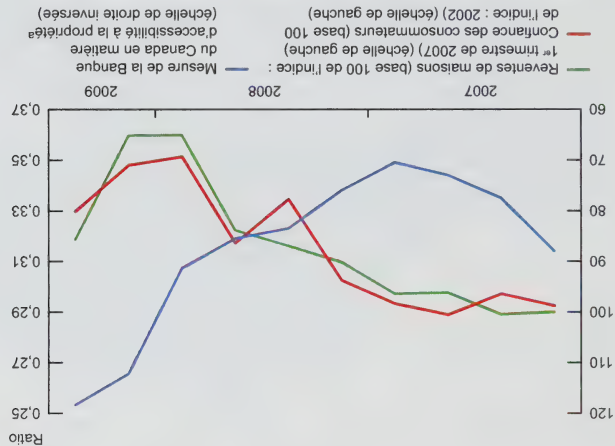
consommation devrait néanmoins être restée bien en deçà de son niveau tendanciel au deuxième trimestre, à cause notamment de l'érosion passée de la richesse des ménages et de la hausse du chômage. Le secteur du logement semble se rétablir, comme le donne à penser la vive reprise sur le marché de la revente, sous l'effet de l'amélioration de la confiance des consommateurs et de l'accessibilité à la propriété (Graphique 9).

La demande étrangère de biens et de services canadiens est toutefois demeurée très faible au deuxième trimestre. Quoique le repli des exportations paraisse avoir ralenti, la conjoncture reste difficile pour les exportateurs canadiens, étant donné l'atonie de la demande aux États-Unis, la récente appréciation du dollar canadien et la restructuration engagée dans les secteurs de l'automobile et des produits forestiers. Les investissements des entreprises semblent avoir encore diminué eux aussi, en raison de l'incertitude quant au moment et à la vigueur de la reprise mondiale et de la détérioration des flux de trésorerie. En outre, les entreprises subissent des pressions persistantes pour réduire davantage leurs stocks compte tenu des ratios stocks/ventes exceptionnellement élevés.

Dans le *Rapport* d'avril, la Banque a revu à la baisse son estimation de la production potentielle pour la période 2009-2011, à la lumière des importants changements structurels en cours au sein de l'économie canadienne et du recul prononcé des investissements. En conséquence, on s'attend maintenant à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

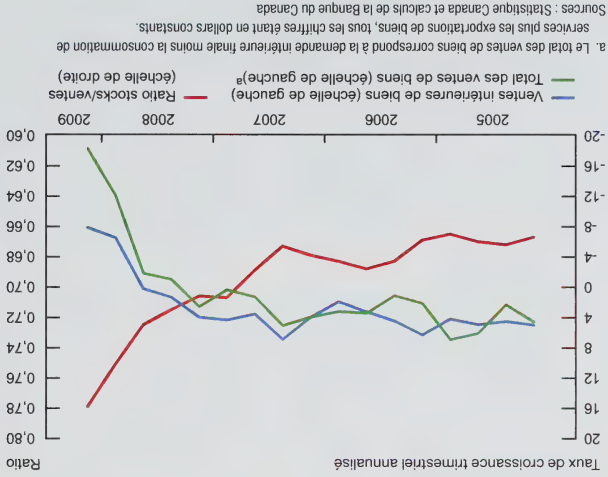
On s'attend à ce que la croissance de la production potentielle ralentisse à 1,1 % cette année avant de se redresser graduellement pour s'établir à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

Graphique 9 : L'amélioration de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs contribue à la reprise dans le secteur du logement
Données trimestrielles

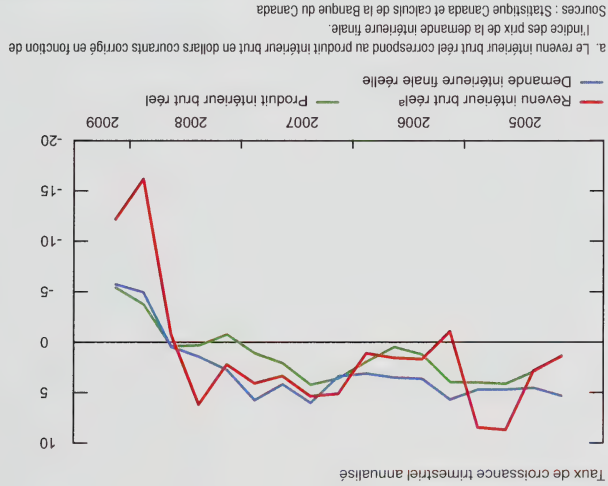


a. La valeur pour le deuxième trimestre de 2009 est une estimation. Cette mesure correspond au ratio des paiements hypothécaires sur un achat de maison type au revenu disponible moyen et exclut les impôts fonciers, les frais d'assurance et les coûts des services publics. Une diminution du ratio indique une amélioration de l'accessibilité à la propriété. Pour de plus amples renseignements sur cette mesure, voir <http://credit.banqueducanada.ca>.

Sources : Service inter-agences, Conférence Board du Canada et calculs de la Banque du Canada



Graphique 8 : La faiblesse des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes



Graphique 7 : Le revenu intérieur brut réel s'est comprimé fortement

L'économie canadienne a continué de se contracter au deuxième trimestre de 2009, mais le rythme semble s'être modéré. Les dépenses de consommation se sont probablement redressées, grâce au regain de confiance, à la remontée des cours boursiers, à la résilience de la croissance des salaires et au raffermissement des termes de l'échange. L'expansion de la

teurs de la fabrication et du commerce de gros.

fait augmenter le ratio stocks/ventes (**Graphique 8**), surtout dans les secteurs de la fabrication et du commerce de gros.

l'ensemble des secteurs au premier trimestre, la chute des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes (**Graphique 8**). Bien que les stocks aient fléchi dans le premier trimestre, les dépenses de consommation ont continué de se contracter au deuxième trimestre.

et les entreprises ont restreint leurs dépenses face au recul du revenu intérieur et au degré élevé d'incertitude. Bien que les stocks aient fléchi dans le premier trimestre, la chute des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes (**Graphique 8**), surtout dans les secteurs de la fabrication et du commerce de gros.

Le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre.

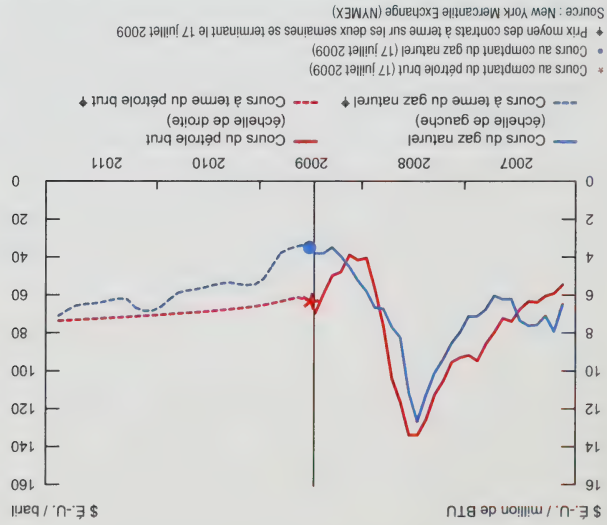
Au moment de la parution du *Rapport d'avril*, la Banque prévoyait que la récession au Canada s'accroîtrait encore et qu'une reprise modérée s'amorcerait au quatrième trimestre de 2009. Parmi les facteurs qui sous-tendraient cette reprise, la Banque citait les mesures de relance monétaire et budgétaire, l'amélioration des conditions financières internationales, le raffermissement de la confiance, le début de la reprise économique à l'échelle mondiale et le redressement des termes de l'échange. L'évolution récente cadre en gros avec ce scénario. Toutefois, l'économie étant soutenue par l'amélioration des conditions financières et le niveau plus élevé que prévu de la confiance des entreprises et des consommateurs, le ralentissement de l'activité au premier semestre de l'année a été moins marqué, et l'on s'attend maintenant à ce que la croissance redevienne positive au troisième trimestre. Ce redressement plus tôt qu'espéré de l'expansion du PIB tient en partie à un décalage des dépenses des ménages par rapport aux prévisions précédentes de la Banque, ce qui modifie quelque peu le profil de croissance au cours de la période de projection. Ces considérations d'ordre temporel mises à part, les perspectives de l'économie canadienne sont globalement conformes à celles exposées en avril.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

La récession au Canada s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, parallèlement au brusque ralentissement de l'économie mondiale. Le PIB réel a fléchi de 5,4 % (en rythme annuel), soit la plus importante réduction trimestrielle depuis 1991, et le revenu intérieur brut réel a continué de se comprimer fortement, par suite d'une nouvelle détérioration des termes de l'échange (**Graphique 7**). La baisse du PIB réel au premier trimestre s'est révélée inférieure à ce qu'on envisageait dans le *Rapport d'avril*, les dépenses des ménages ayant régressé moins qu'attendu et les importations ayant diminué davantage que prévu. Exception faite des dépenses publiques, toutes les principales composantes de la demande globale se sont repliées au premier trimestre. Le recul des exportations s'est accentué, du fait de la dégringolade de la demande aux États-Unis et du bas niveau des prix des matières premières. Si les exportations ont affiché une atonie relativement généralisée, celles de produits automobiles ont été particulièrement touchées, s'enfonçant d'environ 80 % (en rythme annuel) en raison des ventes anémiques de véhicules automobiles aux États-Unis et de la restructuration majeure en cours dans l'industrie nord-américaine de l'automobile. La demande intérieure finale s'est également inscrite en forte baisse pour un deuxième trimestre d'affilée, car les ménages

Graphique 6 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel



On s'attend à ce que la croissance économique s'accélére en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations.

Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

et des entreprises et revigorer la demande intérieure. Troisièrement, une fois les corrections opérées dans le secteur du logement de plusieurs économies, l'effet modérateur considérable sur la croissance se dissipera. Quatrièmement, l'achèvement du cycle des stocks, surtout dans les secteurs de l'automobile et des technologies de l'information, ainsi que le rétablissement des échanges transfrontaliers devraient soutenir la reprise mondiale. Toutefois, les ajustements structurels — plus particulièrement dans le secteur de l'automobile — devraient s'effectuer lentement, et la hausse du chômage ainsi que les effets de richesse négatifs freineront la consommation et les investissements. Le caractère prolongé de la reprise aura aussi pour effet d'accroître les capacités de production excédentaires au sein de l'économie mondiale et, ainsi, de contenir la montée des salaires et des prix.

Aux États-Unis, comme le rythme d'expansion de l'économie devrait demeurer inférieur à celui de la production potentielle en 2009 et en 2010, la hausse du chômage devrait persister. On s'attend à ce que la politique budgétaire stimule fortement l'économie en favorisant un redressement graduel de la demande intérieure finale. La production de véhicules automobiles et les mises en chantier devraient aussi augmenter une fois l'ajustement des stocks terminé, puisqu'ils ne suffisent pas à couvrir les taux de renouvellement prévus. Cette évolution devrait pousser à la hausse la demande d'exportations canadiennes. La reprise sera toutefois graduelle, car le revenu disponible plus faible et la nécessité d'accroître l'épargne afin de restructurer les bilans des ménages continueront à exercer des pressions à la baisse sur la consommation tout au long de 2009 et de 2010. Le PIB des États-Unis, en chiffres annuels, devrait reculer de 2,4 % en 2009, puis progresser de 1,4 % en 2010 et de 3,4 % en 2011.

Le moment où se produira la reprise dans les autres économies industrielles et le rythme de celle-ci dépendent des mesures de politique prises dans le passé et actuellement ainsi que de l'état de leurs systèmes bancaires. En Europe, la reprise sera vraisemblablement plus lente qu'aux États-Unis, ce qui tient aux interventions moins énergiques auxquelles ont procédé jusqu'à maintenant les décideurs publics européens et aux difficultés persistantes au sein des systèmes bancaires. L'Europe devrait néanmoins profiter du raffermissement de la croissance mondiale, lequel stimulera l'activité économique par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Au Japon, le processus d'ajustement des stocks a été étonnamment rapide, ce qui donne à penser que le cycle des stocks freinera moins la production à court terme. Les mesures de relance budgétaire annoncées récemment et le soutien continu apporté par la politique monétaire devraient dynamiser la demande intérieure et aider ainsi à compenser l'atonie de la conjoncture extérieure.

On s'attend à ce que la croissance économique s'accélére en Chine, à mesure que les interventions de relance budgétaire et monétaire pousseront la demande intérieure à la hausse et contribueront à réduire la dépendance du pays à l'égard des exportations. Dans d'autres pays à marché émergent, la conjoncture économique a été très morose au premier semestre de 2009, mais elle devrait se redresser progressivement en 2009 et 2010, ce qui contribuera à raffermir la demande mondiale et à soutenir davantage les prix des produits de base à moyen terme (Graphique 6).

Cette reprise graduelle de l'économie mondiale est favorisée par plusieurs facteurs déterminants. Premièrement, le soutien important apporté au secteur financier ainsi que la réduction de l'incertitude entourant les perspectives macroéconomiques devraient contribuer au rétablissement de conditions encore plus normales sur les marchés financiers, ce qui fera baisser les coûts d'emprunt et augmentera l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Deuxièmement, les mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire déjà en place devraient aider à rétablir la confiance des consommateurs

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurées en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009.

b. La ventilation par pays diffère de celle présentée dans l'invasion d'avril 2009 du Rapport sur la politique monétaire. Les chiffres entre parenthèses correspondent au Rapport d'avril 2009 selon la nouvelle ventilation.

Source : Banque du Canada

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2008	2009	2010	2011	
	Croissance projetée ^b (en pourcentage)				
Etats-Unis	21	1,1 (1,1)	-2,4 (-2,4)	1,4 (1,2)	3,4 (2,9)
Zone euro	16	0,6 (0,7)	-4,4 (-3,5)	0,7 (-0,2)	2,4 (1,6)
Japon	7	-0,7 (-0,7)	-6,0 (-6,2)	1,9 (0,1)	2,8 (2,5)
Chine	11	9,1 (9,1)	7,8 (6,7)	8,3 (7,7)	9,6 (8,9)
Autres pays	45	3,9 (4,2)	-2,1 (-0,1)	1,9 (2,5)	3,5 (3,8)
Ensemble du monde	100	3,0 (3,2)	-1,7 (-0,8)	2,3 (2,2)	3,9 (3,7)

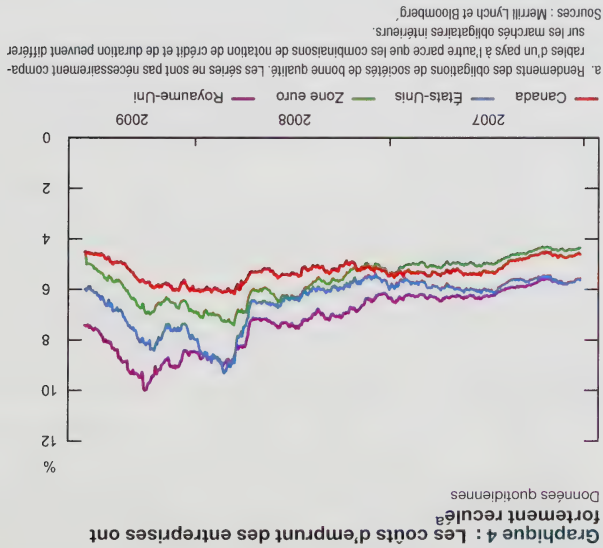
Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le Rapport d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement.

Les perspectives de croissance des grandes économies avancées en 2009 et 2010 demeurent largement conformes à celles qui ont été présentées dans le *Rapport* d'avril, mais le risque d'un repli persistant de l'activité a diminué considérablement. La Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,7 % en 2009, puis qu'elle progressera de 2,3 % en 2010 et de 3,9 % en 2011 (Tableau 1).

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Etats-Unis et en Europe. La poursuite de l'assainissement des bilans des banques, en particulier au la

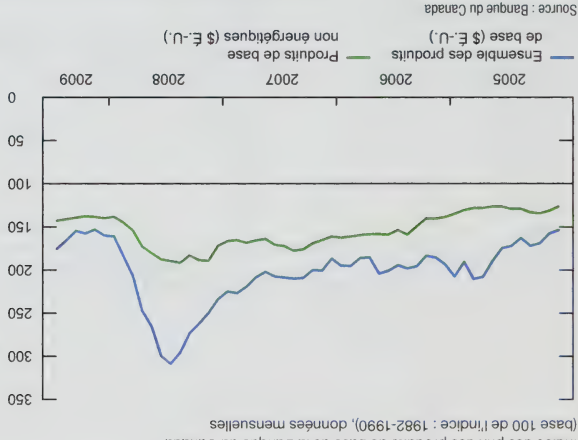


bon nombre de pays, comme en témoignent la baisse des primes de risque sur ces titres et l'accroissement des émissions de ce type d'obligations (Graphique 4). L'achèvement des tests de résistance auxquels ont été soumises les grandes banques américaines a aidé à restaurer la confiance dans les institutions financières, ce qui a contribué au rétrécissement des écarts sur le marché interbancaire (Graphique 5).

secteur bancaire demeure élevée, en raison des craintes que les tests de résistance annoncent récemment concernant les banques européennes ne révèlent de nouvelles capitalisations insuffisantes associées au ralentissement prononcé de l'activité et à leur exposition en Europe de l'Est. Au Japon, après la contraction d'une ampleur inattendue de l'économie observée au premier trimestre, les indicateurs économiques pour le deuxième trimestre sont plus favorables. Une correction rapide des stocks et l'annonce de nouvelles mesures de relance budgétaire ont ravivé la confiance des entreprises et des consommateurs japonais. En Chine, l'activité a été beaucoup plus vigoureuse que dans les autres économies asiatiques grâce aux dépenses d'infrastructure considérables et aux politiques visant à soutenir la consommation, lesquelles ont stimulé la demande intérieure et aidé à contrebalancer la chute des exportations.

Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du *Rapport d'avril* (**Graphique 3**). Les cours de l'énergie se sont inscrits en hausse, sous l'impulsion d'importantes réductions de production par l'OPEP, de la baisse des stocks et de la montée attendue de la demande d'énergie, notamment en Asie. Les courbes des cours à terme continuent à indiquer une augmentation des prix du pétrole durant la période à venir. Si la progression des prix des produits de base non énergétiques a été moins marquée, celle des métaux a été appréciable en raison principalement de l'augmentation de la demande chinoise.

Graphique 3 : Les prix des produits de base se sont raffermis depuis la parution du Rapport sur la politique monétaire d'avril



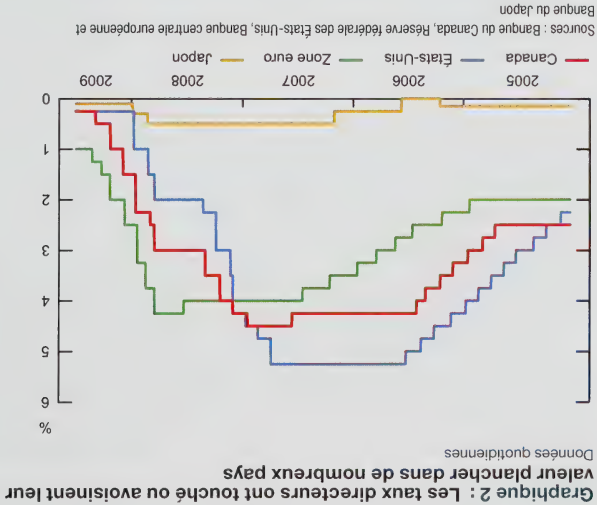
L'évolution des marchés financiers mondiaux

La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques à l'échelle du globe, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial au deuxième trimestre de 2009. À mesure que les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique dans le monde ont diminué, les marchés boursiers internationaux se sont redressés et se sont mis à tabler sur des perspectives plus positives. Les conditions sur les marchés des obligations de sociétés ont commencé à s'améliorer dans

La réduction de l'incertitude pesant sur les perspectives économiques, conjuguée au soutien accordé actuellement au secteur financier, s'est traduite par des améliorations sensibles au sein du système financier mondial.

Aux États-Unis, le fléchissement de l'activité économique s'est poursuivi au premier semestre de 2009, mais de manière moins prononcée. Les ventes de véhicules automobiles ont été nettement inférieures à celles enregistrées l'année précédente, et la restructuration en cours dans le secteur nord-américain de l'automobile incite à penser que la production totale en 2009 sera à son niveau le plus faible depuis plus de 30 ans. Le secteur de la construction aux États-Unis est demeuré anémique et les prix des maisons ont continué de reculer. Toutefois, les ventes de maisons se sont stabilisées et les stocks de maisons neuves invendues ont diminué, ce qui indique que la baisse des investissements dans le secteur résidentiel pourrait tirer à sa fin. Par ailleurs, les paiements de transfert et les réductions d'impôt ont poussé à la hausse le revenu disponible au deuxième trimestre et le rythme de la détérioration du marché de l'emploi a ralenti quelque peu. Des indicateurs avancés, comme les nouvelles commandes et la confiance des ménages, laissent croire que l'économie américaine aurait touché son creux.

En Europe, l'activité économique au premier semestre de 2009 a été plus faible que prévu, par suite du repli marqué des investissements et des exportations nettes ainsi que de la correction des stocks en cours. Les entreprises ont réduit leur production et leurs investissements en réaction à une dégradation du contexte extérieur, à une appréciation de la monnaie et à l'atonie de la demande intérieure. Le chômage a augmenté, alors que les rigidités ont freiné l'ajustement du marché du travail. L'incertitude entourant l'état du



L'adoption de mesures de politique budgétaire et monétaire vigoureuses a contribué à restaurer la confiance des consommateurs et des entreprises et à améliorer les conditions sur les marchés financiers dans la plupart des pays. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

La production plus négatifs ont fait reculer les taux d'inflation à l'échelle internationale, mais les ajustements structurels de l'économie mondiale ont freiné la croissance de la production potentielle et, sous l'effet également des rigidités croissantes de la production potentielle et, sous l'effet également des rigidités des prix et des salaires, ont atténué la pression à la baisse sur l'inflation.

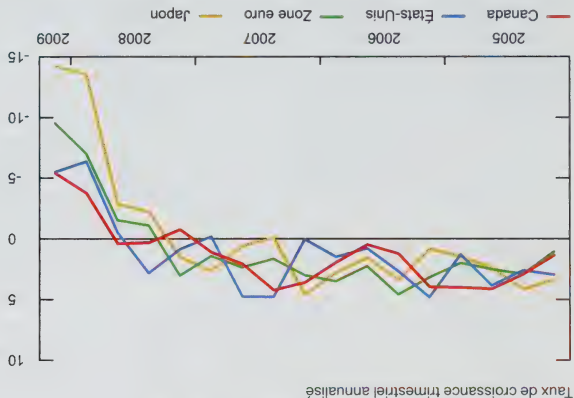
L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une reprise économique durable.

L'évolution récente

La récession mondiale synchronisée qui a débuté au dernier trimestre de 2008 s'est intensifiée au premier trimestre de 2009, sous l'effet d'un tassement de la demande internationale plus prononcé qu'on ne le prévoyait au moment de la parution de la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. La récession a persisté au deuxième trimestre, mais le recul de la production semble avoir décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux. Les mesures énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20 ont aidé à stabiliser les marchés financiers, réduit l'incertitude et soutenu la demande globale. Les marchés boursiers de la planète se sont redressés après s'être effondrés en 2008 et au début de 2009, les écarts de crédit des marchés clés se sont rétrécis, et les banques ont été en mesure de mobiliser les capitaux dont elles avaient besoin.

L'économie mondiale demeure fragile cependant. La réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises se poursuit, faisant écho aux corrections en cours au sein de l'économie réelle. L'ajustement des stocks, de l'emploi et du capital au fléchissement de la demande mondiale a concouru à un ralentissement notable de la croissance du PIB réel des grandes économies (**Graphique 1**). La demande atone et les écarts de

Graphique 1 : Le PIB réel des grandes économies s'est brusquement contracté au premier trimestre



Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat et Bureau de statistique du Japon

La récession mondiale a persisté au deuxième trimestre de 2009, mais le recul de la production a décéléré, ce qui donne à penser que l'activité économique à l'échelle du globe serait près de toucher un creux.

la production potentielle, qui pourrait être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la restructuration importante en cours dans certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérerait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus grande que l'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble. Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'économie mondiale a été secouée par une récession intense et synchrone, et une offre excédentaire considérable est apparue. De plus en plus de signes indiquent maintenant que l'activité économique a commencé à se redresser dans de nombreux pays par suite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des actions menées afin de stabiliser le système financier international. Toutefois, la reprise commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.

La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'adoption de politiques financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance chez les entreprises et les ménages stimulent la croissance de la demande intérieure. Cependant, l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion.

La vigueur précocée de la demande intérieure tient en partie à un avantement des dépenses des ménages, ce qui modifie légèrement le profil de croissance au cours de la période de projection par rapport à celui présent dans le *Rapport* d'avril. La Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,3 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, et qu'elle atteindra son plein potentiel au milieu de 2011. L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin et devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence a à peine baissé au deuxième trimestre de 2009. La Banque s'attend encore à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence diminue au second semestre de cette année avant de remonter progressivement pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partout dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Un autre risque à la hausse a trait à

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue à la date d'annonce préalable du 27 juillet 2009.

Table des matières

1	Vue d'ensemble	
3	L'économie mondiale	
3	L'évolution récente	
5	L'évolution des marchés financiers mondiaux	
7	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale	
11	L'économie canadienne	
11	L'évolution récente	
11	L'offre et la demande globales	
14	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie	
15	L'inflation et la cible de 2 %	
16	Les conditions du crédit au Canada	
19	Le taux de change	
21	Les mesures d'intervention	
21	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne	
22	L'offre et la demande globales	
24	La projection en matière d'inflation	
27	Les risques entourant les perspectives	
20	La politique monétaire fait contrepois au frein qu'exercent les conditions du crédit	
25	L'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada	
Notes techniques		

La Banque prévoit que la croissance reprendra plus tard cette année, mais que la reprise à l'échelle du globe et au Canada sera plus modeste que de coutume. Cette situation tient en partie à la nécessaire correction d'une série de déséquilibres au sein des grandes économies et entre celles-ci. Initialement, la reprise sera en grande partie attribuable à la politique monétaire et aux mesures très énergiques prises à ce chapitre ainsi qu'à la politique budgétaire, qui commence à avoir une incidence.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
18 juin 2009
Regina, Saskatchewan



BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.



Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009





Monetary Policy Report Summary

July 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 21 July 2009.

The global economy has suffered an intense, synchronous recession and considerable excess supply has opened up. There are now increasing signs that economic activity has begun to expand in many countries in response to monetary and fiscal policy stimulus and measures to stabilize the global financial system. However, the recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.

The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in its April *Monetary Policy Report*. Stimulative monetary and fiscal policies, improved financial conditions, firmer commodity prices, and a rebound in business and consumer confidence are spurring domestic demand growth. However, the higher Canadian dollar, as well as ongoing restructuring in key industrial sectors, is significantly moderating the pace of overall growth.

Some of the early strength in domestic demand represents a bringing forward of household expenditures, which modestly alters the profile of growth over the projection period relative to the April *Report*. The Bank projects that the economy will contract by 2.3 per cent in 2009 and then grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.5 per cent in 2011, reaching production capacity in the middle of 2011.

Total CPI inflation declined to -0.3 per cent in June and should trough in the third quarter of this year before returning to the 2 per cent target in the second quarter of 2011 as aggregate supply and demand return to balance. Core inflation held up at

Highlights

- The global economic recovery is nascent. Effective and resolute policy implementation remains critical to sustained global growth.
- The dynamics of the recovery in Canada remain broadly consistent with the Bank's medium-term outlook in April, although the growth profile is slightly altered by a faster rebound in domestic demand.
- Economic growth in Canada is expected to turn positive in the third quarter. Real GDP is projected to decline by 2.3 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and by 3.5 per cent in 2011.
- Both total CPI and core inflation should trough in the second half of this year and return to 2 per cent in the second quarter of 2011.
- The Bank maintained its policy rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold its current policy rate until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

1.9 per cent in the second quarter of 2009. The Bank still expects core inflation to diminish in the second half of this year before gradually returning to 2 per cent in the second quarter of 2011.

Although the vigorous policy actions taken by monetary and fiscal authorities around the world appear to have reduced the probability of an extreme negative outcome for the global economy, significant upside and downside risks remain to the inflation projection for Canada.

The main upside risks to inflation relate to domestic factors, and the possibility that economic momentum will be stronger and more sustained than currently anticipated. Another upside risk to inflation is the possibility that potential output will be lower than the Bank's revised estimate, if the extensive restructuring in certain sectors is more protracted and the

investment response is more delayed than currently envisaged.

The principal downside risks to inflation relate mainly to the external sector. The restoration of normal financial conditions could be more gradual than expected, and further setbacks cannot be precluded. Such developments could have serious spillover effects in Canada through trade, financial, and confidence channels. Importantly, a stronger and more volatile Canadian dollar could act as a significant drag on growth and put additional downward pressure on inflation.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

Summary of the base-case projection^a

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.4)	-5.4 (-7.3)	-3.5 (-3.5)	1.3 (-1.0)	3.0 (2.4)	4.0 (3.4)	4.0 (3.6)	3.8 (4.4)	3.8 (4.8)	3.8 (5.0)	3.3 (5.0)	2.8 (4.7)	2.8 (4.3)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-0.7)	-2.1 (-2.4)	-3.1 (-3.4)	-2.9 (-3.8)	-1.2 (-2.4)	1.2 (0.3)	3.1 (2.1)	3.7 (3.4)	3.9 (4.0)	3.8 (4.4)	3.7 (4.8)	3.4 (4.9)	3.2 (4.7)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.0 (1.9)	1.9 (1.6)	1.6 (1.3)	1.4 (0.9)	1.4 (1.0)	1.6 (1.1)	1.6 (1.3)	1.7 (1.5)	1.9 (1.7)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (-0.1)	-0.7 (-0.8)	1.2 (1.0)	1.4 (1.6)	1.4 (1.6)	1.3 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.8)	2.0 (1.9)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	58 (58)	43 (43)	62 (51)	62 (57)	64 (60)	67 (62)	68 (64)	69 (66)	70 (67)	71 (68)	72 (69)	73 (70)	74 (71)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the April *Monetary Policy Report*.

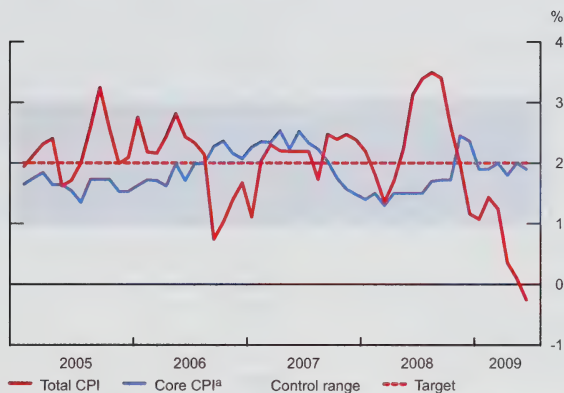
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 17 July 2009.

On 4 June and 21 July, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at the effective lower bound of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target.

The Bank retains considerable flexibility in the conduct of monetary policy at low interest rates, consistent with the framework outlined in the April Report.

Total CPI inflation has fallen, while core inflation has remained stable

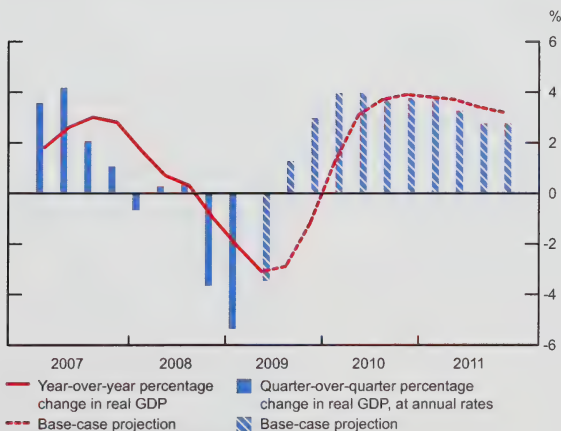
Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report**

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8
plus GST and PST, where applicable)

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008

A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les vendredis.

Reconstitution de la cible de maîtrise de l'inflation – Note d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell
Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

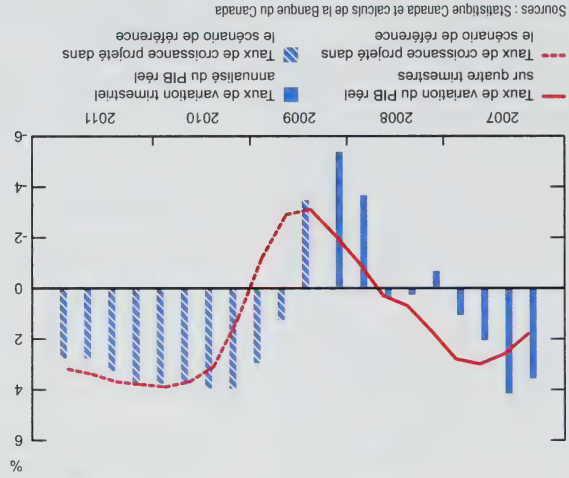
Le 4 juin et le 21 juillet, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à sa valeur plancher, soit 1/4 %, jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte.

La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*.

L'inflation mesurée par l'IPC global a diminué, tandis que celle mesurée par l'indice de référence est demeurée stable



La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison d'avis du Rapport sur la politique monétaire. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermédiaire (en \$ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 17 juillet 2009.

	2008				2009				2010				2011			
	4 ^e	1 ^{re}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{re}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{re}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{re}	2 ^e	3 ^e
PIB réel (taux de variation tri-mensuel annualisé)	-3,7	-5,4	-3,5	-3,5	(-3,4)	(-7,3)	(-3,5)	(-1,0)	(2,4)	(3,4)	(3,6)	(4,4)	(4,8)	(5,0)	(5,0)	(4,7)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	-1,0	-2,1	-3,1	-2,9	-1,2	(-2,4)	(-3,8)	(-2,4)	(0,3)	(2,1)	(3,4)	(3,7)	(3,9)	(3,8)	(3,7)	(3,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,2	2,0	1,9	1,6	1,4	(0,9)	(1,3)	(1,0)	(1,1)	(1,3)	(1,5)	(1,7)	1,9	2,0	(1,9)	(2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,0	1,2	0,1	-0,7	1,2	(1,0)	(1,6)	(1,6)	(1,6)	1,4	1,3	1,7	1,8	2,0	(1,9)	(2,0)
WTI (niveau)	58	43	(58)	(43)	62	(57)	(60)	64	67	68	69	70	71	72	73	74

Résumé des projections selon le scénario de référence^a

L'inflation mesurée par l'IPC global a reculé pour se situer à -0,3 % en juin et devrait toucher un creux au troisième trimestre de cette année avant de regagner la cible de 2 % au deuxième trimestre de 2011, alors que se rétablira l'équilibre entre l'offre et la demande globales. À 1,9 %, l'inflation mesurée par l'indice de référence a à peine baissé au deuxième trimestre de 2009. La Banque s'attend encore à ce que le taux d'accroissement de l'indice de référence diminue au second semestre de cette année avant de remonter progressivement pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.

Bien que les mesures vigoureuses prises par les autorités monétaires et budgétaires partent dans le monde semblent avoir atténué la probabilité d'une grave dégradation de la situation économique internationale, d'importants risques, à la hausse et à la baisse, continuent de peser sur la projection de la Banque relative à l'inflation au Canada.

Les principaux risques à la hausse sont liés à des facteurs intérieurs et à la possibilité que le dynamisme de l'activité soit plus marqué et plus soutenu qu'on ne l'entrevoit actuellement. Un autre risque à la hausse a trait à la production potentielle, qui pourrait

être plus faible que ne l'envisage la Banque dans ses estimations révisées, si la reconstruction importante en cours certains secteurs se prolongeait davantage et que la réaction sur le plan des investissements s'avérerait plus tardive qu'on ne s'y attend maintenant.

Les principaux risques à la baisse proviennent surtout du secteur extérieur. La restauration de conditions financières normales pourrait être plus graduelle qu'anticipé et on ne peut exclure de nouveaux revers. De tels événements pourraient avoir de profondes répercussions au Canada, où elles se propageraient par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers et de la confiance. Surtout, une vigueur et une volatilité accrues du dollar canadien pourraient fortement freiner l'expansion et exercer une pression supplémentaire à la baisse sur l'inflation.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Rapport sur la politique monétaire

Juillet 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 21 juillet 2009.

L'économie mondiale a été secouée par une récession intense et synchronisée, et une offre excédentaire considérable est apparue. De plus en plus de signes indiquent maintenant que l'activité économique a commencé à se redresser dans de nombreux pays par suite des mesures de relance monétaire et budgétaire et des actions menées afin de stabiliser le système financier international. Toutefois, la reprise commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.

La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque dans la livraison d'avril du *Rapport sur la politique monétaire*. L'adoption de politiques monétaire et budgétaires expansionnistes, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance chez les entreprises et les ménages stimulent la croissance de la demande intérieure. Cependant, l'appréciation du dollar canadien, ainsi que la restructuration en cours dans d'importants secteurs d'activité, modère de façon notable le rythme global de l'expansion.

La vigueur précoce de la demande intérieure tient en partie à un développement des dépenses des ménages, ce qui modifie légèrement le profil de croissance au cours de la période de projection par rapport à celui présenté dans le *Rapport* d'avril. La Banque prévoit que l'économie se contractera de 2,3 % en 2009 pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011, et qu'elle atteindra son plein potentiel au milieu de 2011.

Faits saillants

- La reprise économique mondiale commence à peine. L'efficacité et la détermination avec lesquelles les politiques sont mises en œuvre demeurent essentielles à une croissance mondiale soutenue.
- La dynamique de la reprise au Canada demeure en gros conforme aux perspectives à moyen terme énoncées par la Banque en avril, bien que le profil de croissance se trouve légèrement modifié par une remontée plus rapide de la demande intérieure.
- On s'attend à ce que la croissance au Canada redevenue positive au troisième trimestre. Le PIB réel devrait reculer de 2,3 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,5 % en 2011.
- L'inflation mesurée par l'IPC global et l'inflation mesurée par l'indice de référence devraient toucher un creux au second semestre de cette année avant de remonter pour atteindre 2 % au deuxième trimestre de 2011.
- La Banque a laissé inchangé son taux directeur à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

CA1
FN73
- M56

Monetary Policy Report

October 2009



CANADA'S INFLATION-CONTROL STRATEGY*

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.
- Low, stable, and predictable inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.
- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly agreed on a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. The inflation target has been extended a number of times. In November 2006, the agreement was renewed for a period of five years to the end of 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping total CPI inflation at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around the target.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank uses a core measure of CPI inflation as an indicator of the underlying trend in inflation. This core measure excludes eight of the most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes.

* See "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target" and background information. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Winter 2006–2007): 45–59.



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA



Monetary Policy Report

October 2009

THIS IS A REPORT OF THE GOVERNING COUNCIL OF THE BANK OF CANADA:
MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY, AND TIMOTHY LANE.

Recent events were a watershed. A powerful and sustained restructuring of the global economy has begun. Canada is entering this period with many strengths, but the efforts required of us will be historic.

Mark Carney

*Governor, Bank of Canada
28 September 2009
Victoria, British Columbia*

Contents

1	Overview
3	The Global Economy
3	Recent Developments
7	Developments in Global Financial Markets
9	Outlook for the Global Economy
13	The Canadian Economy
13	Recent Developments
13	Aggregate Demand and Supply
16	Estimated Pressures on Capacity
18	Inflation and the 2 Per Cent Target
19	Canadian Financial Conditions
22	Exchange Rate
22	Policy Response
22	Outlook for the Canadian Economy
22	Aggregate Demand and Supply
25	The Projection for Inflation
27	Risks to the Outlook

Technical Boxes

6	Recent Developments in the Natural Gas Sector
16	The Role of the Automotive Sector in the Recession and the Recovery
17	Revisions to Potential Output

Overview

Recent indicators point to the start of a global recovery from a deep, synchronous recession. Global economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the *July Report*, although significant fragilities remain.

A recovery in economic activity is also under way in Canada. This resumption of growth is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, higher commodity prices, and stronger business and consumer confidence. However, heightened volatility and persistent strength in the Canadian dollar are working to slow growth and subdue inflation pressures. The current strength in the dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.

Given all of these factors, the Bank now projects that, relative to the *July Report*, the composition of aggregate demand will shift further towards final domestic demand and away from net exports. Growth is expected to be slightly higher in the second half of this year than previously projected but to average slightly lower over the balance of the projection period. The Canadian economy is projected to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, after contracting by 2.4 per cent this year. This is a somewhat more modest recovery in Canada than the average of previous economic cycles.

The Bank now expects that the output gap will be closed in the third quarter of 2011, one quarter later than it had projected in July. Correspondingly, inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than in July's projection.

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the *July Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial, confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected if self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, takes longer than expected to materialize.

This report includes information received up to the fixed announcement date on 20 October 2009.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 10 September and 20 October, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the *April Report*.

The Global Economy

Recent Developments

Recent indicators point to the start of a global recovery, following a deep, synchronous global recession. Economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the July *Monetary Policy Report*, although significant fragilities remain. Vigorous and coordinated fiscal and monetary policy stimulus in the G-20 economies, including a wide range of measures to support the flow of credit, have been sustaining aggregate demand, but evidence of self-sustaining private demand remains modest. Necessary adjustments on both the real and financial sides of the global economy are under way, and will involve a significant and protracted rotation of global demand, as well as deleveraging by U.S. and European banks, households, and firms.

Led primarily by Asian economies, the turnaround in global output began in the second quarter, slightly earlier than anticipated. In the euro area and North American economies, real GDP declined further in the second quarter, as expected, although at a much slower pace than in preceding quarters. More recent monthly data suggest that global output picked up in the third quarter, partly reflecting the impact of the temporary fiscal measures that have been adopted in most major economies, as well as a short-term boost to growth from a turn in the inventory cycle (**Chart 1**).

In the United States, annual comprehensive revisions to the national accounts show that, through the first quarter of 2009, the recession was even deeper than previously estimated.¹ However, as expected, real GDP declined at a much slower pace in the second quarter of 2009. Despite sizable fiscal stimulus, final domestic demand continued to fall, with additional reductions in household consumption and further large declines in private fixed investment. De-stocking also continued during the second quarter. More recent indicators, such as an improvement in consumer confidence and a rise in new manufacturing orders, point to a rebound in aggregate real economic activity in the third quarter. However, this rebound appears to be related largely to a turn in the inventory cycle and to the temporary support provided by government stimulus programs. The U.S. government's Car Allowance Rebate System (CARS), which ended in late August, provided a major boost to auto sales and production during the third quarter. At the same time, aided partly by the government's tax credit program for first-time homebuyers, the housing sector appears to have bottomed out, and some firming in house prices is evident.

Recent indicators point to the start of a global recovery, following a deep, synchronous global recession.

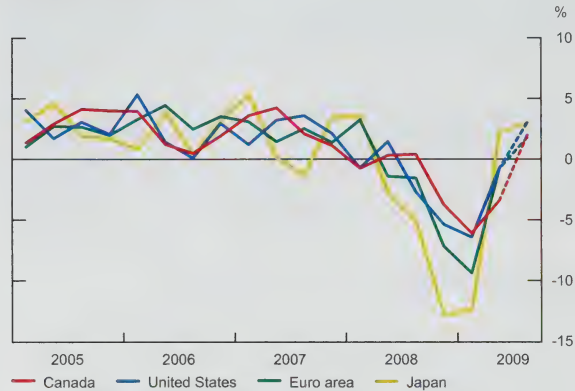
Necessary adjustments on both the real and financial sides of the global economy are under way.

In the United States, recent indicators point to a rebound in real economic activity.

¹ The decline in real GDP through the first quarter of 2009, from its peak in the second quarter of 2008, is now 3.7 per cent, compared with the previously reported 3.1 per cent.

Chart 1: Real GDP growth in the major economies points to the start of a global recovery

Quarterly growth at annual rates



Note: The values for 2009Q3 are estimates.

Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, Japan Statistics Bureau, and Bank of Canada calculations

Real economic activity in major overseas countries was stronger than expected.

Real economic activity in major overseas countries was stronger than expected, with France, Germany, and Japan all recording positive growth in the second quarter. Growth in the euro area as a whole contracted slightly, but still exceeded expectations. The favourable developments in Europe mainly reflect more robust household spending, buoyed by temporary government incentive programs for car purchases and substantial support from automatic stabilizers. The combination of inventory adjustments that appear to be well advanced, relatively strong data for new orders in the manufacturing sector, more positive surveys for the services sector, and a general improvement in household and business confidence suggests that the euro area economy troughed in the second quarter. Growth in Japan was supported by government cash transfers to low-income households and tax rebates on energy-efficient vehicles and home appliances. A rebound in exports of automobiles and electronics from a very weak level also contributed to stronger real GDP growth.

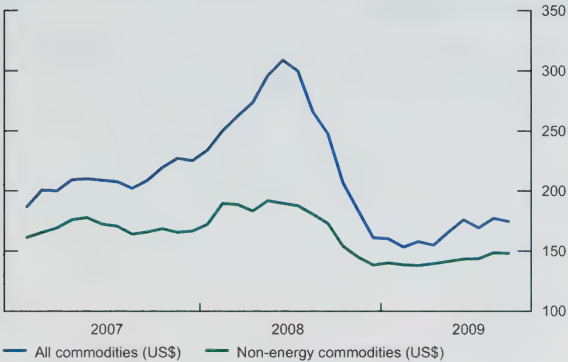
Economic growth in China in the second quarter was also stronger than anticipated, reflecting the impact of massive fiscal stimulus concentrated in infrastructure projects and incentives for consumer spending. Rapid credit expansion has also fuelled a sharp pickup in consumption and investment. In the rest of the world, following a larger-than-anticipated contraction in the first quarter, available data suggest that growth resumed in the second quarter. There are considerable disparities across regions, however, with emerging economies in Asia rebounding the most strongly, aided by the strength in China and by supportive macroeconomic policies.

Commodity prices have firmed.

World oil prices and, to a lesser extent, non-energy commodity prices (particularly metals) have firmed since their trough in the first quarter, but nonetheless remain well below the levels reached in mid-2008 (**Chart 2**). A strong increase in demand from China, associated with large, commodity-intensive infrastructure projects and some accumulation for investment purposes, has been a key contributor to the recent rise in commodity prices. The improved outlook for demand and the reduction in financing costs have provided greater incentives for companies to build inventories. These factors, together with supply cuts by OPEC, have also helped boost world oil prices.

Chart 2: Commodity prices have firmed since the first quarter

Bank of Canada commodity price index (1982–90 = 100), monthly data



Source: Bank of Canada

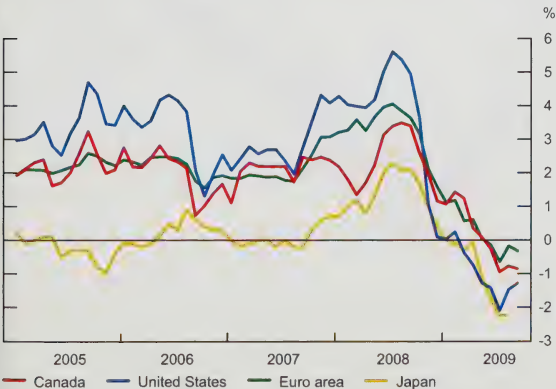
In contrast to developments in the oil sector, natural gas prices have remained relatively low because of the considerable excess supply in the North American market, stemming mainly from a shift in U.S. production towards unconventional sources (shale gas) (**Technical Box 1**).

As expected, total consumer price inflation has fallen sharply around the world since mid-2008, reflecting the sizable decline in oil and other commodity prices through early 2009. Indeed, annual rates of total inflation in most advanced economies are now below zero (**Chart 3**). The emergence of excess supply has also dampened underlying inflation rates. This downward pressure on core inflation has been mitigated in many economies, however, by the aggressive monetary policy actions taken early in the crisis (**Chart 4**), which have helped to anchor long-term inflation expectations, and also by price and wage rigidities, particularly in the services sector.

Annual rates of total CPI inflation in most advanced economies are now below zero.

Chart 3: Total CPI has fallen in most advanced economies

Year-over-year percentage change, monthly data



Sources: Statistics Canada, U.S. Bureau of Economic Analysis, Eurostat, and Japan Statistics Bureau

Recent Developments in the Natural Gas Sector

World prices for many commodities have risen since the start of the year, with the important exception of natural gas. After reaching a high of over US\$13/Mbtu in mid-2008, natural gas prices are now hovering near US\$4/Mbtu, up slightly from their recent lows. Oil prices, however, have increased substantially in 2009 (**Chart 1-A**). Since 1980, the ratio of the price of a barrel of crude oil to the price of an Mbtu of natural gas has been approximately 9:1; the current ratio of around 21:1 is exceptionally high.¹ This divergence is explained by the development of shale gas in the United States, which contributed to an 8 per cent rise in U.S. production in 2008 (one of the largest increases since the 1970s). Increased supply, combined with decreased demand resulting from the global economic downturn, has led to record storage levels and persistently low prices in the North American market for natural gas (**Chart 1-B**).

This is a noteworthy development for the Canadian economy, given the importance of the natural gas sector for Canada's exports. Its contribution to net exports as a proportion of GDP has remained larger

than that of crude oil, despite the increase in the ratio of net exports of crude oil to GDP in recent years (**Table 1-A**). From 1996 to 2005, the natural gas sector's share of Canadian total gross output has more than tripled, increasing from 0.6 per cent to 2 per cent.² The sector's share of total Canadian production by 2005 was roughly the same as that of crude oil.

The weaker profile for natural gas prices in recent quarters has reduced drilling activity and will depress investment in this sector for a period of time.

Table 1-A: Canada's net exports of crude oil and natural gas

(As a percentage of GDP)

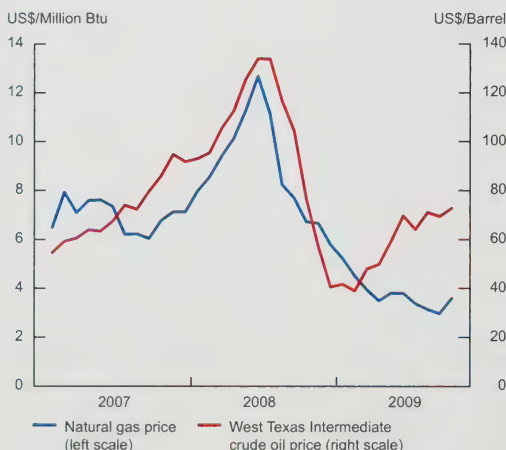
Sector	1996	2000	2005	2007	2008
Crude oil	0.5	0.5	0.6	1.1	1.7
Natural gas	0.9	1.9	2.6	1.8	2.1

1 The heat-content ratio of oil to natural gas is 6:1.

2 The contributions to gross production are calculated using input-output tables.

Chart 1-A: Natural gas prices are weak compared with crude oil prices . . .

Monthly data

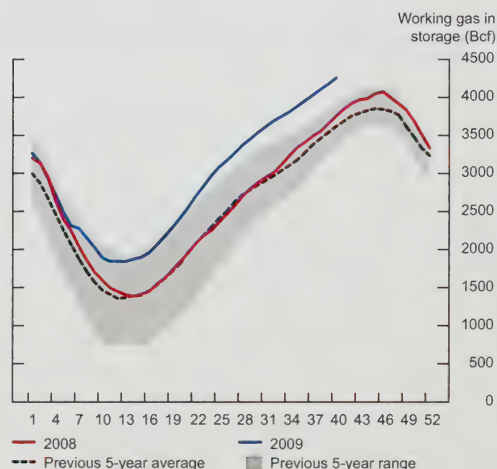


Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2009 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 October 2009.

Source: NYMEX

Chart 1-B: . . . reflecting excess supply in the North American natural gas market

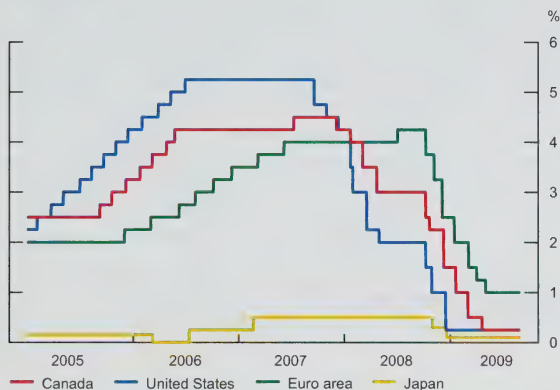
Weekly data



Sources: EIA, Enerdata

Chart 4: Policy rates have remained at historic lows in most countries

Daily data



Sources: Bank of Canada, U.S. Federal Reserve, European Central Bank, and Bank of Japan

Developments in Global Financial Markets

Conditions in global financial markets have improved substantially and somewhat more rapidly than anticipated in recent months, consistent with the view that the global recession has bottomed out and that the probability of an extreme negative outcome has receded. These improvements, if sustained, will help repair household and business balance sheets and boost confidence, supporting growth in the real economy.

Nevertheless, strains remain in certain markets, and further setbacks are possible. Although signs of recovery are apparent, securitization markets are still operating at a fraction of their pre-crisis levels and credit conditions at banks are still relatively tight, owing to ongoing deleveraging. While recent increases in asset prices are helping, the deterioration in loan quality associated with the economic downturn is likely to prolong the deleveraging process. Stimulative monetary policies and direct interventions in specific markets have remained an important source of support.

Funding markets for financial institutions have been normalizing, with interest rate levels reaching record lows, and spreads in short-term funding markets falling below pre-Lehman levels (**Chart 5**). As a result, recourse to central bank facilities has diminished considerably, and a number of central banks have begun to reduce some of their extraordinary liquidity programs. Increasingly, large financial institutions have also been able to access the market for longer-term financing without direct government guarantees.

Financing conditions for businesses have improved as well. For both financial and non-financial issuers, credit spreads are down substantially from their peaks, although they remain elevated relative to their historical averages. With the yields on benchmark government bonds remaining relatively low, overall corporate yields are now well below the levels that prevailed earlier this year (**Chart 6**). Improved market access has contributed to a record amount of global long-term corporate bond issuance since the beginning of the year. In addition, global equity markets have registered strong gains since the troughs reached in March.

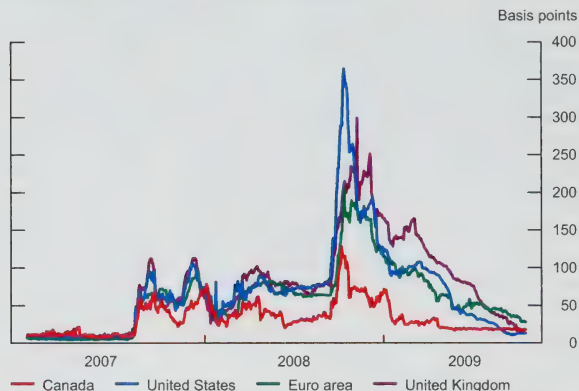
Conditions in global financial markets have improved substantially and somewhat more rapidly than anticipated . . .

. . . Nevertheless, strains remain in certain markets, and further setbacks are possible.

Chart 5: Short-term funding markets have improved greatly

Difference between 3-month interbank offered rates and their respective overnight index swaps^a

Daily data



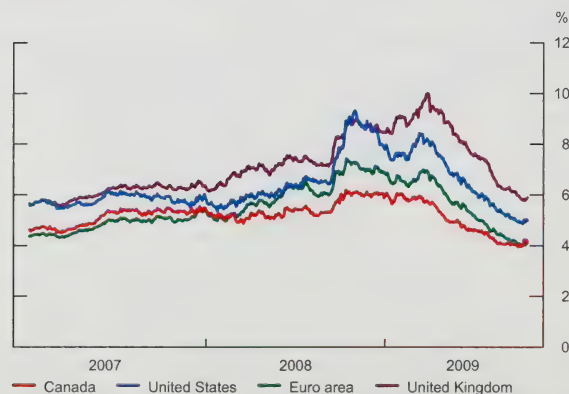
a. For the United States and the United Kingdom, LIBOR; for the Euro area, EURIBOR; and for Canada, CDOR
Source: Bloomberg

Despite these marked improvements in global financial markets, bank lending conditions for households remain relatively tight outside of Canada. Banks in the euro area and the United States continue to restrict access to credit for most types of loans, although surveys of senior loan officers show that the pace of credit tightening is slowing. The combination of tighter credit conditions and depressed demand have halted growth in household credit in the euro area and produced outright contractions in the United States.

While policy interventions have helped to stabilize global financial markets and to improve credit conditions, additional comprehensive and timely actions will be needed to put the recovery on a firm footing and reduce the probability of future crises.

Chart 6: Borrowing costs for businesses have come down markedly^a

Daily data



a. Yields on investment-grade corporate bonds. Series may not be comparable across countries, owing to differences in the mix of credit ratings and duration in different domestic bond markets.
Sources: Merrill Lynch and Bloomberg

Outlook for the Global Economy

The outlook for global economic growth in the second half of 2009 and through 2010 has strengthened since the *July Report*, particularly for China and smaller emerging economies in Asia. However, considerable uncertainty still surrounds the global outlook. The recovery is expected to be more gradual than usual. This is because underlying private demand in many economies is expected to recover only slowly as significant balance-sheet and structural adjustments run their course. Experience shows that recessions precipitated by financial crises have larger and longer-lasting adverse effects on potential output than do other types of recessions. The significant rotation in global demand that will be required to put growth on a sustainable path will make the adjustment process especially challenging.

Our estimates suggest that the growth of global production potential will slow from over 4 per cent in the years just prior to the crisis to about 3 per cent during the 2009–11 period. In that context, the Bank now expects the global economy to shrink by 1.6 per cent in 2009, followed by growth of 3.1 per cent in 2010 and 4.0 per cent in 2011 (**Table 1**).

The gradual recovery is underpinned by the same factors highlighted in our previous projections. First, the fiscal and monetary stimulus in place should continue to support domestic demand. Part of this has already come through the effects of lower interest rates and rising asset prices on wealth. Second, a further gradual normalization of financial markets and the completion of deleveraging in the financial sector should result in increased availability of credit to businesses and households. Third, the turn in the inventory cycle and the completion of stock adjustment in the housing sectors of several economies should contribute positively to overall growth.

With the level of world aggregate demand expected to recover only gradually, significant excess capacity in the global economy should persist over the projection horizon, contributing to a subdued inflation profile.

In the United States, the pace of the recovery starting in the third quarter of 2009 is projected to be somewhat faster than in the *July Report*, since some of the ongoing adjustments in the economy appear to be more advanced than previously assumed. Fiscal stimulus, together with a positive boost from inventories, should be key contributors to the recovery. The rebound in consumption expenditures is projected to be more moderate than in previous cycles, however, largely reflecting the need for households to rebuild savings following the sharp decline in their wealth. This adjustment brings the share of

The outlook for global economic growth has strengthened since the July Report, particularly for China and smaller emerging economies in Asia.

The Bank expects the global economy to shrink by 1.6 per cent in 2009, followed by growth of 3.1 per cent in 2010 and 4.0 per cent in 2011.

In the United States, ongoing adjustments in the economy appear to be more advanced than previously assumed.

Table 1: Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 (1.1)	-2.5 (-2.4)	1.8 (1.4)	3.8 (3.4)
Euro area	16	0.5 (0.6)	-3.9 (-4.4)	0.9 (0.7)	2.4 (2.4)
Japan	7	-0.7 (-0.7)	-5.7 (-6.0)	1.7 (1.9)	2.5 (2.8)
China	11	9.1 (9.1)	8.1 (7.8)	8.9 (8.3)	8.9 (9.6)
Rest of the world	45	3.9 (3.9)	-2.1 (-2.1)	3.3 (1.9)	3.7 (3.5)
World	100	2.9 (3.0)	-1.6 (-1.7)	3.1 (2.3)	4.0 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.

Source: IMF, *WEO*, April 2009.

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2009 *Monetary Policy Report*.

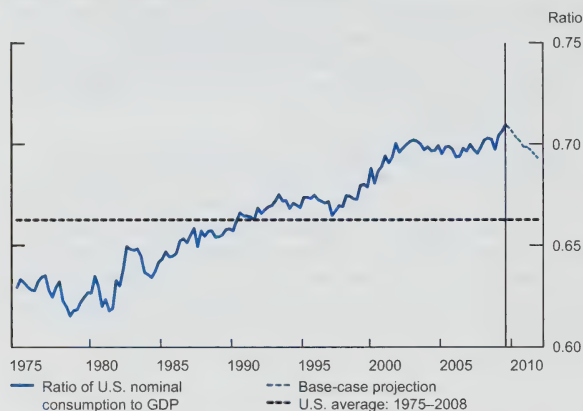
Source: Bank of Canada

U.S. real GDP is expected to decline by 2.5 per cent in 2009, and to grow by 1.8 per cent in 2010 and by 3.8 per cent in 2011.

consumer spending in GDP over the projection horizon closer to its long-run average (**Chart 7**). Consumption will also be restrained by continued weakness in disposable income as labour market conditions deteriorate further over the coming quarters, and by credit conditions that remain relatively tight. A gradual recovery in residential investment is expected to have begun in the second half of 2009, somewhat earlier than anticipated, because of the impact on home sales of the tax credit for first-time homebuyers and more favourable levels of housing inventory. Overall, U.S. growth is still expected to be muted (**Chart 8**), with real GDP now expected to decline by 2.5 per cent in 2009, and to grow by 1.8 per cent in 2010 and by 3.8 per cent in 2011.

Chart 7: U.S. consumer spending is projected to converge slowly towards its long-run average

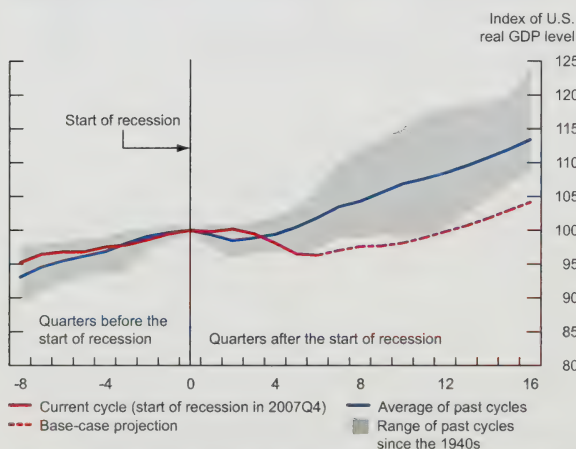
Ratio of nominal consumption to GDP, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis and Bank of Canada calculations

Chart 8: The U.S. economic recovery is expected to be more subdued than in the past

Comparison of U.S. real GDP across business cycles; start of recession = 100, quarterly data



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, NBER (dating of cycles), and Bank of Canada calculations

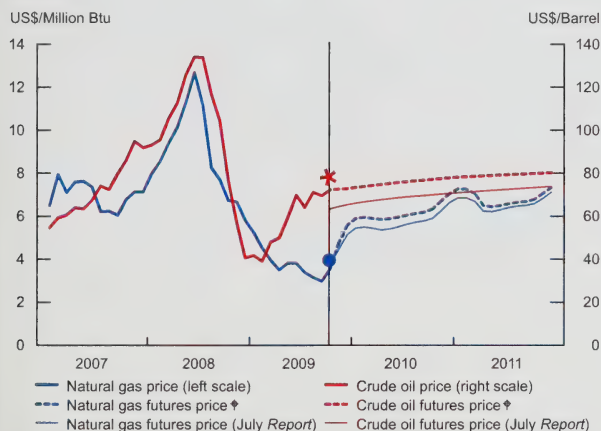
In the euro area, the rebound in the second half of 2009 and in 2010 is also projected to be somewhat stronger than in July, reflecting a larger impact from the fiscal stimulus than previously assumed. The recovery should, nonetheless, be more subdued than in the United States, partly because of less-aggressive policy actions and the greater adjustments still needed in the euro area's banking system. The recovery in household consumption will likely be restrained by the deterioration in labour markets and relatively tight credit conditions. In Japan, the recovery is supported by the completion of the inventory correction and ongoing monetary and fiscal stimulus.

Economic growth in China is expected to remain robust, supported by highly accommodative monetary and fiscal policies. Bank credit has been growing at an extraordinarily rapid rate, creating the possibility of some resource misallocation. Smaller emerging economies in Asia have already started to recover from a sharp downturn in industrial production and exports, and should continue to benefit from a pickup in global trade and the solid expansion in China. Other developing and emerging-market economies are expected to recover gradually over the coming years, aided by a resumption of capital flows and expansionary fiscal and monetary policies. The growing contribution of developing and emerging-market economies to global demand should provide further support to commodity prices (Chart 9). While there may be continued short-term volatility, commodity prices are projected to continue to increase as the global economy recovers in 2010 and 2011.

Economic growth in China is expected to remain robust, supported by highly accommodative monetary and fiscal policies.

Chart 9: Futures curves suggest rising prices for crude oil and natural gas

Monthly data



* Spot price for crude oil (16 October 2009)

• Spot price for natural gas (16 October 2009)

† Based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009

Note: Values for crude oil and natural gas prices in October 2009 are estimates based on the average daily spot prices up to 16 October 2009.

Source: NYMEX

The Canadian Economy

Following three consecutive quarters of sharp contraction, economic growth has resumed in Canada. This recovery is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, stronger business and consumer confidence, the beginning of the recovery in the global economy, and a strengthening in the terms of trade. The Bank's base-case projection now sees slightly stronger growth in the second half of 2009 than was projected in the *July Report*. Over the balance of the projection period, growth is slightly lower, reflecting the effect of the higher value of the Canadian dollar. The economy is now projected to return to full capacity in the third quarter of 2011, one quarter later than anticipated in July.

Recent Developments

Aggregate Demand and Supply

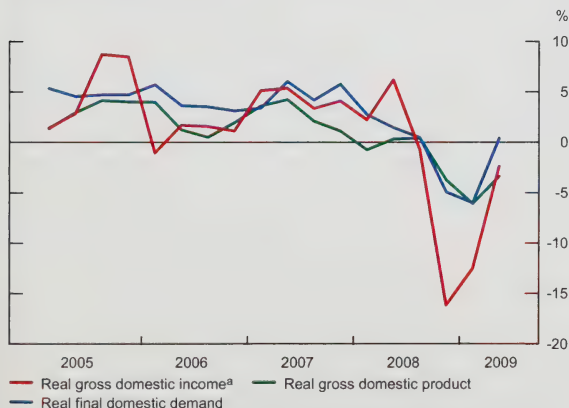
As expected, the recession in Canada deepened significantly in the second quarter, with real GDP falling by an additional 3.4 per cent (at annual rates), in line with the July projection. Real gross domestic income (GDI) also declined further, but at a much slower pace than in the previous two quarters, owing to a partial rebound in Canada's terms of trade (**Chart 10**).

Following three consecutive quarters of sharp contraction, economic growth has resumed in Canada.

As expected, the recession deepened significantly in the second quarter.

Chart 10: Canadian real gross domestic income continued to fall in the second quarter, but by less than real gross domestic product

Quarterly growth at annual rates



a. Real gross domestic income is current-dollar domestic product deflated by the price index for final domestic demand.

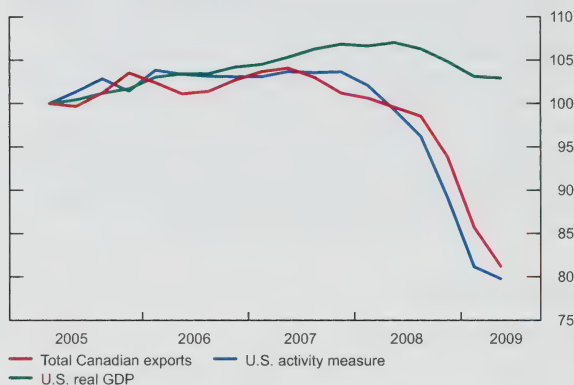
Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Exports continued to plunge, while businesses further curtailed employment and fixed investments.

Exports continued to plunge, consistent with the steep drop in U.S. demand (**Chart 11**), while businesses further curtailed employment and fixed investments. The drop in exports, following an exceptionally large contraction in the first quarter, marks the eighth consecutive quarterly decline. While the weakness was generalized, exports of machinery and equipment and natural gas posted particularly large declines. The sharp fall in business investment reflected uncertainty about the timing and strength of the global recovery, substantial excess capacity, and deteriorating profits. Although firms drew down inventories at a slightly faster pace, sales fell even more rapidly, causing the stock-to-sales ratio to increase further (**Chart 12**).

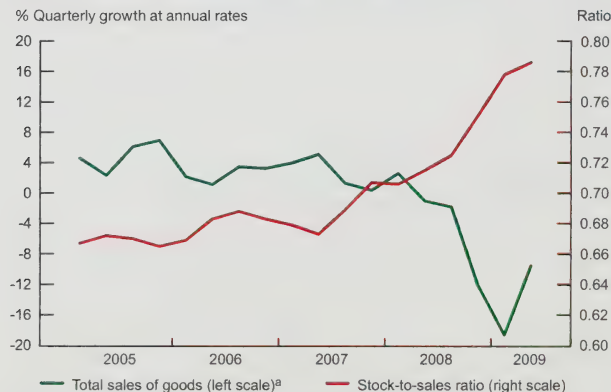
Chart 11: Canadian exports have plunged, largely owing to the weakness in U.S. demand

Index: 2005Q1 = 100



Sources: U.S. Bureau of Economic Analysis, U.S. Federal Reserve, Statistics Canada, and Bank of Canada calculations

Chart 12: Falling sales have led to a further increase in the stock-to-sales ratio



a. Total sales of goods is final domestic demand less consumption of services plus exports of goods, all in constant dollars.

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

In contrast, household spending began to recover in the second quarter in response to substantial monetary and fiscal stimulus and improved consumer confidence. Expenditures on consumer durables and residential investment picked up strongly. In addition to improved affordability, the sharp rebound in sales of existing homes reflected pent-up demand from the height of the financial crisis (**Chart 13**). Fiscal incentives also helped to fuel renovation activity. Government expenditures were another important source of demand, contributing 1.2 percentage points to growth (at annual rates) in the quarter.

In contrast, household spending began to recover in the second quarter.

Chart 13: Solid growth in the housing sector reflects continued improvements in consumer confidence and favourable affordability

Quarterly data



a. The value for the third quarter of 2009 is an estimate. This measure captures mortgage payments on a typical house purchase as a ratio of average disposable income and does not include property taxes, insurance, and utility costs. A decline in the ratio indicates an improvement in affordability. For more information on this measure, see <<http://credit.bankofcanada.ca>>.

Sources: Multiple Listing Service (MLS), Conference Board of Canada, and Bank of Canada calculations

Available indicators, including the recent pickup in employment, suggest that real GDP growth resumed in the third quarter. Household spending continued to recover, and the contribution of government expenditures increased. Growth was also boosted by a substantial rise in Canadian automobile production, as major auto companies reopened some of the capacity they had shuttered earlier this year and as inventories that were drawn down as a result of the U.S. CARS program were rebuilt. These factors should lead to a temporary surge in automotive exports (**Technical Box 2**). Recent data suggest, however, that imports increased even more sharply in the quarter, so that the trade balance continued to subtract from growth. Business investment is also expected to have fallen further, given ongoing uncertainty about the strength of the global recovery. Firms are expected to have continued drawing down inventories, although by a lesser amount than in the second quarter. Coupled with the pickup in sales, these developments should lead to a decline in the stock-to-sales ratio.

Available indicators, including the recent pickup in employment, suggest that real GDP growth resumed in the third quarter.

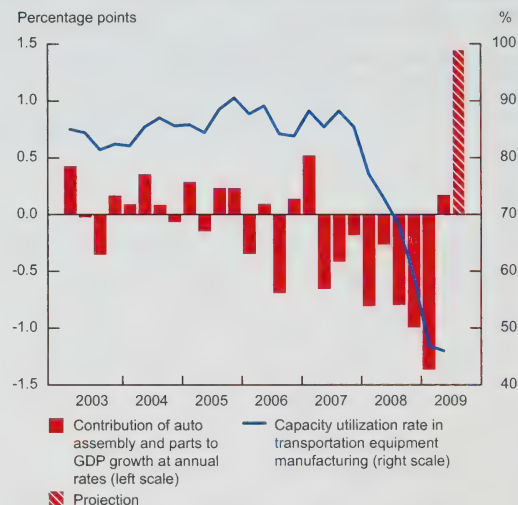
In the April *Report*, the Bank revised down its estimate of potential output growth over the 2009–11 period, owing to the important structural changes under way in the Canadian economy and the sizable drop in investment. In this *Report*, the Bank has revisited its assumptions for both trend labour productivity and trend labour input, and has concluded that the profile

The Role of the Automotive Sector in the Recession and the Recovery

The automotive industry is playing a disproportionately large role in the quarterly dynamics of Canadian GDP this year (**Chart 2-A**).¹ In the first half of 2009, Canadian automotive production plummeted as a result of the restructuring of the North American auto sector and the ongoing decline in motor vehicle sales in the United States. About three-quarters of all vehicles produced in Canada are exported to the United States. Owing to the importance of automotive products in Canadian exports, the latter contracted sharply in the first two quarters of 2009, declining by 30.4 per cent and 19.3 per cent (at annual rates), respectively. The partial resumption of automotive production in the third quarter is expected to provide a large, albeit temporary, boost to growth in both exports and GDP.

Thereafter, Canadian production of motor vehicles and parts is expected to increase gradually. A small econometric model estimated by Bank staff suggests that Canadian motor vehicle production will be roughly 2.2 million units by 2012. Although this represents an 80 per cent increase from the level expected to be achieved in 2009, it is nonetheless well below its pre-crisis average of about 2.6 million units. Indeed, it is expected that motor vehicle sales in the U.S. market will remain low over the next few years, relative to pre-crisis levels, as U.S. households restore their balance sheets.

Chart 2-A: Automotive production is playing an important role in real GDP growth this year



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

¹ The automotive industry accounted for about 1.5 per cent of Canadian GDP in 2008.

The growth of potential output is expected to trough at 1.2 per cent in 2009, and then pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011.

assumed in April remains appropriate. The growth of potential output is expected to trough at 1.2 per cent in 2009, and then to gradually pick up to 1.5 per cent in 2010 and 1.9 per cent in 2011 (**Technical Box 3**). It is important to note that considerable uncertainty surrounds estimates of potential output, especially when the economy is coming out of a deep recession.

Estimated Pressures on Capacity

There continued to be a substantial amount of excess supply in the Canadian economy in the third quarter. The Bank's conventional measure of the output gap was roughly unchanged at -4 per cent (**Chart 14**). In assessing excess capacity, the Bank considers its conventional measure in conjunction with several other indicators, particularly since this measure tends to have a high margin of error around turning points. The Bank's autumn *Business Outlook Survey* (<<http://www.bankofcanada.ca/en/bos/2009/autumn/bos1009e.pdf>>) reported that the percentage of firms that would have difficulty meeting an unanticipated increase in demand fell to its lowest level since the series began in 1999.

Revisions to Potential Output

Each October, the Bank reassesses the path for potential output that underpins its economic outlook. Potential output is the level of goods and services that the economy can produce on a sustained basis without adding to inflation pressures. It can be thought of as the product of trend labour productivity and trend labour input.

Trend labour productivity is related mainly to the amount of capital per worker and the pace of technological change. The recession has reduced the capital-to-labour ratio, at least over the short term, by reducing investment below its trend and accelerating structural change in the economy. Structural change is a normal feature of any economy, but recessions typically bring some of these changes forward and concentrate them into a shorter time period. In 2008 and in the first half of 2009, many sectors of the economy—most notably the automotive and forestry sectors—underwent significant adjustment. These changes included the permanent removal of some production capital. Much of this capital will eventually be reallocated to other firms, but the process will take time. There will also be adjustment costs as labour is gradually redeployed to other activities. With all of these developments taken into account, as well as the generally poor track record of labour productivity growth over the past several years, the Bank's working hypothesis is that trend labour productivity will decline by 0.2 per cent this year and then rise by 0.2 per cent in 2010 and by 0.9 per cent in 2011 (Table 3-A).

The growth rate of trend labour input is expected to decrease gradually over the next few years, largely reflecting a decline in the growth rate of the working-age population. Trend average hours worked are expected to be broadly stable, while the trend employment ratio is expected to fall only slightly. Taken together, this implies a growth rate of trend labour input of 1.4 per cent in 2009, 1.3 per cent in 2010, and 1.0 per cent in 2011. The expected growth rates for trend labour input are about 0.1 percentage point higher in 2009 and 2010 than assumed in the October 2008 Report. This small upward revision reflects two factors: The working-age population has expanded a little more quickly in the past year than anticipated, and the wealth destruction from the

financial crisis is expected to boost labour supply slightly over 2009–10. Since both of these effects are assumed to be temporary, the growth rate of trend labour input is slightly slower in 2011 than projected in October 2008.

These profiles for the growth of trend labour productivity and trend labour input imply growth rates for potential output growth of 1.2 per cent in 2009, 1.5 per cent in 2010, and 1.9 per cent in 2011.¹ This path for potential output is the same as in the April Report.

Beyond 2011, the impact of restructuring is expected to diminish, helping to boost the growth of total factor productivity. This, combined with a pickup in capital deepening as investment growth strengthens, will raise trend labour productivity growth to 1.2 per cent by 2012, its longer-run average. By contrast, the growth of labour input is expected to slow as the effects of an aging population begin to weigh more heavily. As a result, potential output is assumed to grow by 1.9 per cent in 2012.

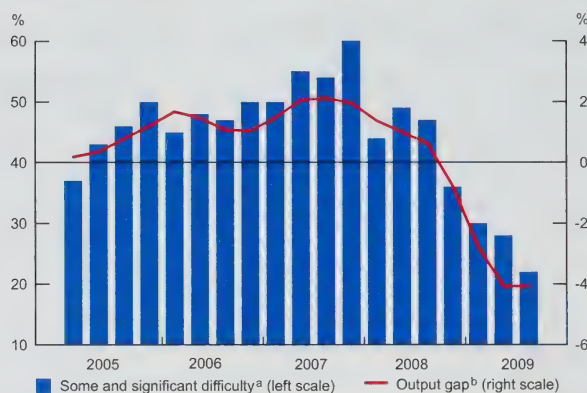
Table 3-A: Assumptions for the growth of potential output

	2009	2010	2011	2012
Potential output:	1.2 (2.4)	1.5 (2.5)	1.9 (2.5)	1.9
Trend labour input	1.4 (1.25)	1.3 (1.25)	1.0 (1.25)	0.7
Trend labour productivity	-0.2 (1.1)	0.2 (1.2)	0.9 (1.2)	1.2
Memo item:				
Potential output: April 2009	1.2	1.5	1.9	

Note: Figures in parentheses correspond to the October 2008 scenario.

¹ The estimate for 2009 takes into account the various indicators of current capacity pressures.

Chart 14: A substantial degree of excess supply remains in the Canadian economy



a. Response to *Business Outlook Survey* question on capacity pressures. Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales.
b. Difference between actual output and estimated potential output. The estimate for the third quarter of 2009 is based on a projected increase in output of 2 per cent (at annual rates) for the quarter.
Source: Bank of Canada

Recent indicators suggest that the labour market may have stopped deteriorating, consistent with excess supply reaching its peak level. Employment and average hours worked have picked up in recent months, and the unemployment rate edged back down to 8.4 per cent in September. Weakness in the private sector labour market is nonetheless evident in the Bank's autumn *Business Outlook Survey*, in which the percentage of firms reporting labour shortages remained largely unchanged at a very low level. As well, wage growth—as measured by average hourly earnings of permanent workers—has recently decelerated.

After reviewing all the indicators of capacity pressures and taking into account the weakness in potential output associated with the ongoing restructuring in the Canadian economy, the Bank judges that the economy was operating about 3 1/2 per cent below its production capacity in the third quarter of 2009, in line with the July projection.

Inflation and the 2 Per Cent Target

Total CPI inflation continued to decline in the third quarter of 2009, as anticipated in the *July Report*. The 12-month rate of change in total CPI troughed at -0.9 per cent in the quarter, as a result of large year-over-year declines in energy prices (**Chart 15**). Core inflation fell from 1.9 per cent in June to 1.5 per cent in September, owing to the substantial excess supply in the economy and the continued deceleration in core food price inflation.

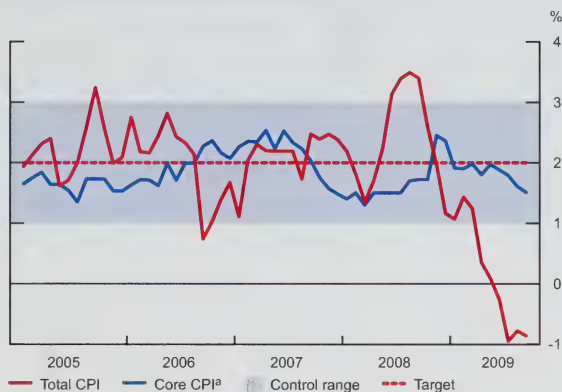
Measures of inflation expectations have been stable in recent months. Near-term inflation expectations remain at very low levels, in line with past movements in energy prices. The latest Consensus Economics forecasts for 2010 and beyond remain close to the 2 per cent inflation target. The Bank's most recent *Business Outlook Survey* also showed that inflation expectations are concentrated within the Bank's inflation-control target range.

The Bank judges that the economy was operating about 3 1/2 per cent below its production capacity in the third quarter.

Total CPI inflation troughed at -0.9 per cent in the third quarter. Core inflation fell to 1.5 per cent in September.

Chart 15: Total CPI inflation has troughed, and core inflation has declined

Year-over-year percentage change, monthly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Source: Statistics Canada

Canadian Financial Conditions

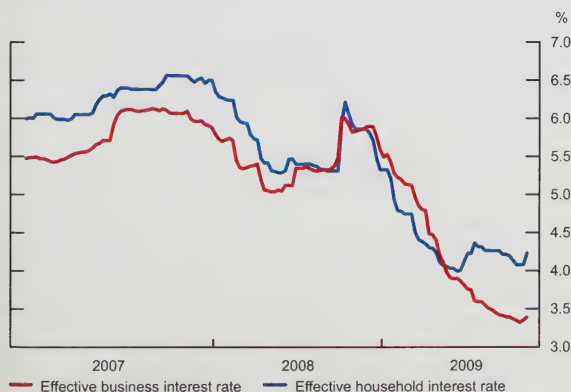
Canada's overall financial conditions continue to improve and to be more favourable than those in most other advanced economies. This improvement has been fairly broad based, as equity markets have continued to rally, credit spreads have narrowed further, and corporate bond issuance has remained strong.

In particular, funding costs for Canadian banks remain at very low levels. Household borrowing costs are also very low by historical standards (**Chart 16** and **Table 2**). Unlike the situation in most other advanced economies, Canadian consumers can readily obtain credit, as evidenced by

Canada's overall financial conditions continue to improve and to be more favourable than those in most other advanced economies.

Chart 16: Borrowing costs for Canadian households and businesses remain very low

Weekly data



Note: For more information on these series, see <<http://credit.bankofcanada.ca/financialconditions>>.

Source: Bank of Canada calculations

Table 2: Borrowing costs for households and businesses

Per cent

Date	Overnight rate	Prime rate	Estimated effective variable mortgage rate	Posted 5-year mortgage rate	3-month bankers' acceptances	Long-term corporate bond rate
31 July 2007	4.50	6.25	5.35	7.24	4.75	5.42
18 October 2007	4.50	6.25	5.65	7.43	4.85	5.41
6 December 2007	4.25	6.00	5.40	7.37	4.70	5.36
24 January 2008	4.00	5.75	5.25	7.39	4.06	5.30
24 April 2008	3.00	4.75	4.15	6.99	3.23	5.32
17 July 2008	3.00	4.75	4.20	7.09	3.29	5.48
23 October 2008	2.25	4.00	5.00	7.20	2.68	5.99
11 December 2008	1.50	3.50	4.50	6.73	1.77	6.04
22 January 2009	1.00	3.00	3.80	5.90	1.06	5.90
5 March 2009	0.50	2.50	3.30	5.74	0.69	5.86
23 April 2009	0.25	2.25	3.00	5.25	0.46	5.32
8 June 2009	0.25	2.25	2.85	5.52	0.43	4.83
23 July 2009	0.25	2.25	2.65	5.85	0.44	4.54
14 September 2009	0.25	2.25	2.45	5.50	0.43	4.08
16 October 2009	0.25	2.25	2.25	5.84	0.43	4.17

Sources: Long-term corporate bond rate, Bloomberg; all other series, Bank of Canada

the continued brisk pace in its growth (**Chart 17**). The strength in household credit is linked to the rebound in the housing market and the pickup in renovation activity.

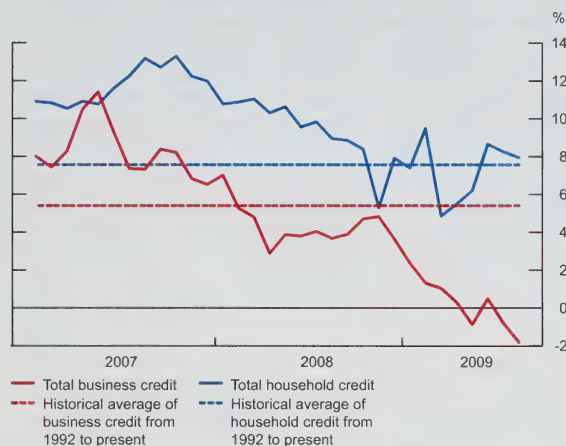
In contrast to household credit, business credit has been very weak recently, registering a modest decline in the three months to August. This sluggishness in business credit mainly reflects the weak outlook for business investment, although the availability of credit has likely also played a role. For larger corporations, the situation has improved over the past few months, as indicated, for instance, by the strong issuance activity in the Canadian corporate bond market. Borrowing costs for Canadian businesses have fallen further in recent months. The effective average interest rate on business borrowing has declined by about 15 basis points since the *July Report*, mainly as a result of the drop in corporate bond rates. Taken together, results from the Bank's latest *Senior Loan Officer Survey* (SLOS) (<<http://www.bankofcanada.ca/en/slos/pdf/slos2009Q3.pdf>>) and the *Business Outlook Survey* indicate that credit conditions for businesses were little changed in the third quarter, following a period of substantial tightening (**Chart 18**).

The Bank's financial conditions index (FCI) has continued to improve since the *July Report* and is now well above its 10-year average. The level of the FCI reflects the exceptionally low level of the Bank's policy rate, which is offsetting spreads on corporate bonds that are still above the average for the decade, despite their recent compression. It is worth noting that because the exchange rate enters the FCI with a lag, it is not yet capturing the appreciation of the Canadian dollar since the spring. As well, the FCI assigns a very low weight to the SLOS measure of overall business-lending conditions. For these reasons, the Bank judges that the FCI currently overstates the improvement in financial conditions.

The monetary aggregates have continued to grow strongly. In the three months to August, the narrow aggregate M1+ grew at an annual rate of

Chart 17: The growth of household credit remains robust, while business credit continues to weaken

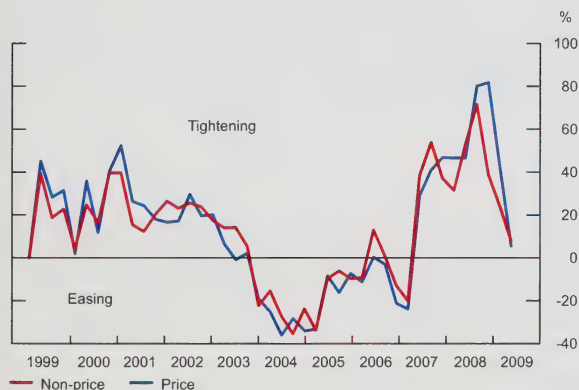
3-month percentage change (at annual rates)



Source: Bank of Canada

Chart 18: After a period of substantial tightening, credit conditions for businesses were little changed in the third quarter

Price and non-price lending conditions: Balance of opinion from Senior Loan Officer Survey^a



a. The balance of opinion is calculated as the weighted percentage of surveyed financial institutions reporting tightened credit conditions minus the weighted percentage reporting eased credit conditions.

Note: Each series is the simple average of the balances of opinion for the small business, commercial, and corporate sectors.

Source: Bank of Canada

18.2 per cent, while M2++ grew by 7.0 per cent. It is difficult to assess the implications of monetary expansion for economic activity, since the demand for money is likely to be abnormally high in an environment of very low interest rates and tight credit conditions. The continued robust growth in narrow money reflects the desire of both households and firms to keep money in liquid assets until it is clear that the economic recovery is taking hold. Consistent with our base-case projection, the growth in money balances is expected to gradually decline over time.

Exchange Rate

The Canadian dollar has appreciated sharply since the July Report.

The Canadian dollar remained relatively stable from July to early October, trading in a range of 90 to 94 cents U.S. More recently, however, it has appreciated sharply, averaging about 96 cents U.S. in the past 10 days, much higher than the 87 cents U.S. assumed at the time of the *July Report* (**Chart 19**). While higher commodity prices have been supportive, movements in the Canadian dollar over the period appear to have been increasingly driven by a broader depreciation of the U.S. dollar against most major currencies.

Chart 19: The Canadian dollar has appreciated sharply since the July Report

Daily data



Note: A rise in the index indicates an appreciation of the Canadian dollar.

Source: Bank of Canada

Policy Response

Monetary policy in Canada has continued to be exceptionally stimulative. On 10 September and 20 October, the Bank of Canada maintained its target for the overnight interest rate at 1/4 per cent—the effective lower bound for this rate—and reaffirmed its commitment, conditional on the inflation outlook, to hold the policy rate at that level until the end of the second quarter of 2010.

Outlook for the Canadian Economy

The Bank's base-case projection incorporates the following key assumptions: a Canada/U.S. exchange rate averaging 96 cents U.S.; energy prices in line with recent futures prices; prices for non-energy commodities increasing progressively as the global economy recovers; and global credit conditions continuing to gradually improve.

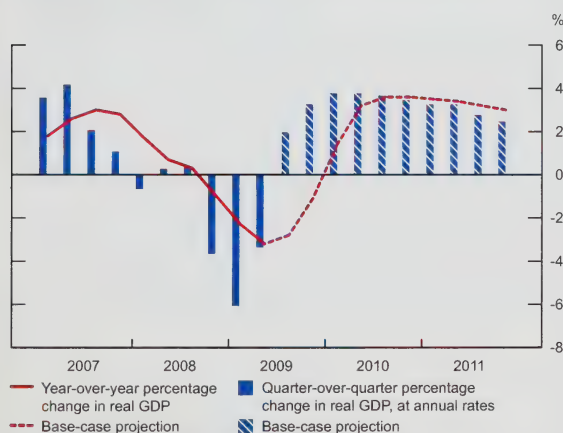
Aggregate Demand and Supply

Overall, the outlook for Canadian GDP growth is similar to that presented in the *July Report* (**Table 3**). The Bank now projects that growth will be slightly stronger in the second half of 2009 than expected in July (**Chart 20**). In part, this more favourable near-term outlook reflects temporary factors, such as the rebound in auto production and pent-up demand for housing. On an average annual basis, the economy is projected to contract by 2.4 per cent

Table 3: Contributions to average annual real GDP growthPercentage points^a

	2008	2009	2010	2011
Consumption	1.7 (1.7)	0.0 (-0.2)	1.7 (1.3)	1.9 (1.4)
Housing	-0.2 (-0.2)	-0.5 (-0.6)	0.3 (0.1)	0.1 (0.2)
Government	1.2 (1.1)	1.0 (1.0)	1.3 (1.3)	-0.3 (-0.4)
Business fixed investment	0.0 (0.0)	-1.9 (-1.6)	0.1 (0.1)	0.9 (0.9)
Subtotal: Final domestic demand	2.7 (2.6)	-1.4 (-1.4)	3.4 (2.8)	2.6 (2.1)
Exports	-1.5 (-1.6)	-4.4 (-5.3)	1.9 (2.0)	1.9 (2.4)
Imports	-0.3 (-0.3)	4.6 (5.7)	-2.9 (-2.8)	-2.0 (-2.3)
Subtotal: Net exports	-1.8 (-1.9)	0.2 (0.4)	-1.0 (-0.8)	-0.1 (0.1)
Inventories	-0.5 (-0.3)	-1.2 (-1.3)	0.6 (1.0)	0.8 (1.3)
GDP	0.4 (0.4)	-2.4 (-2.3)	3.0 (3.0)	3.3 (3.5)
Memo items:				
Potential output	1.7 (1.7)	1.2 (1.1)	1.5 (1.5)	1.9 (1.9)
Real gross domestic income (GDI)	2.0 (2.0)	-5.6 (-5.9)	4.4 (3.9)	4.0 (4.4)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

Chart 20: Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, slightly weaker than expected in July.²

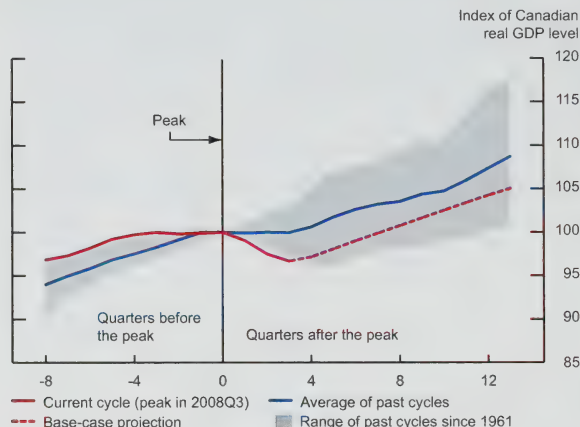
The recovery of the Canadian economy is expected to be supported by a number of domestic factors—notably, the substantial amount of monetary and fiscal stimulus, the recent increase in household wealth, and our well-functioning financial system. It also hinges on the resumption of growth in the global economy and the associated firming of commodity prices, which will provide support to both domestic demand and exports. However, the high value of the Canadian dollar will act as a drag on demand for Canadian

The economy is projected to contract by 2.4 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011.

² The annual growth rate projected for 2009 is slightly lower than in July, owing to downward revisions in real GDP data for the first quarter, which more than offset the slightly stronger growth projected for the second half of the year.

Chart 21: The recovery in Canada should be more modest than in previous cycles

Comparison of Canadian real GDP across business cycles; peak of cycle = 100, quarterly data



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

products. Overall, the recovery in Canada is projected to be somewhat more modest than the average of previous cycles (**Chart 21**).

Consumer spending is expected to grow at a solid pace throughout the projection horizon. In the near term, improvements in wealth and in consumer confidence, as well as the re-emergence of demand postponed from previous quarters, will help to fuel spending. As these effects diminish, growth in consumer spending should be supported by the recovery in the growth of labour income. Growth in housing investment is projected to be brisk until early 2010, and then to slow down as the effects of temporary factors—such as pent-up demand and the home renovation tax credit—subside and affordability declines. In the wake of a short, severe recession, and with residual economic uncertainty, the personal savings rate remains elevated over the projection horizon.

Business fixed investment is projected to recover in early 2010, following five quarters of contraction. As in past cycles, growth in business investment is expected to lag the recovery, given the large amount of unused capacity, and then to rebound strongly once the recovery is well under way. The gradual improvement in financial conditions and economic activity, as well as higher commodity prices, should help to boost business spending. In light of recent information, firms are now expected to draw down their inventories at a slower pace than in July.

As detailed in the *July Report*, Canadian exporters should benefit disproportionately from the U.S. recovery in 2010–11, since the projected growth in the Bank's U.S. activity index is considerably higher than that in U.S. real GDP over this period.³ The higher Canadian dollar will, however, dampen the expansion of exports. Import volumes are projected to increase at a solid pace, in line with the recovery in the domestic economy, the rebound in exports, and the past appreciation of the Canadian dollar.

3 See Technical Box 2 in the *July Report* for more information on the U.S. activity index used at the Bank of Canada.

As growth in the Canadian economy resumes, excess supply will gradually be absorbed, and the economy is expected to reach its production capacity in the third quarter of 2011.

The Projection for Inflation

Inflation pressures in Canada are expected to be slightly more subdued, compared with the *July Report*, with inflation returning to the Bank's target one quarter later than anticipated in July.

The core rate of inflation is projected to decline, reaching a trough of 1.4 per cent in the fourth quarter of 2009, owing to the substantial excess supply that has emerged in the economy, together with a noticeable deceleration in the growth of core food prices (**Table 4**). With excess supply gradually absorbed, and with inflation expectations well anchored, the core rate is projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011 (**Chart 22**).

Inflation pressures in Canada are expected to be slightly more subdued compared with the July Report.

Table 4: Summary of the base-case projection^a

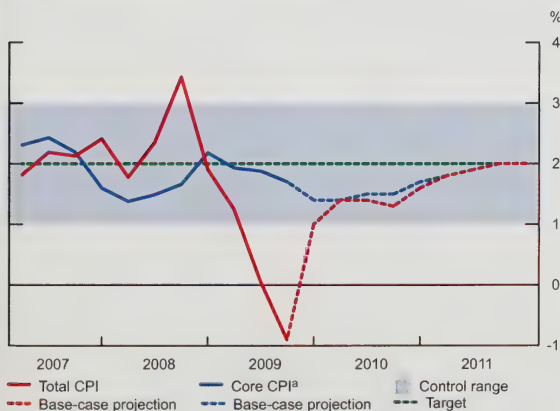
	2008	2009					2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.7)	-6.1 (-5.4)	-3.4 (-3.5)	2.0 (1.3)	3.3 (3.0)	3.8 (4.0)	3.8 (4.0)	3.7 (3.8)	3.5 (3.8)	3.3 (3.8)	3.3 (3.3)	2.8 (2.8)	2.5 (2.8)	
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-1.0)	-2.3 (-2.1)	-3.2 (-3.1)	-2.8 (-2.9)	-1.1 (-1.2)	1.4 (1.2)	3.2 (3.1)	3.6 (3.7)	3.6 (3.9)	3.5 (3.8)	3.4 (3.7)	3.2 (3.4)	3.0 (3.2)	
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)	1.7 (1.6)	1.4 (1.4)	1.4 (1.4)	1.5 (1.6)	1.5 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (0.1)	-0.9 (-0.7)	1.0 (1.2)	1.4 (1.4)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)	
WTI ^a (level)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (62)	73 (64)	75 (67)	76 (68)	77 (69)	78 (70)	79 (71)	80 (72)	80 (73)	81 (74)	

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009.

Chart 22: Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Both core and total CPI inflation are expected to return to the Bank's 2 per cent target in the third quarter of 2011.

As noted earlier, total CPI inflation has fallen much more rapidly than the core rate, to -0.9 per cent in the third quarter of 2009, reflecting large year-over-year drops in energy prices. With the base-year effects for gasoline prices dropping out of the data, this is expected to be the trough for total CPI inflation, which should quickly rise to 1.0 per cent in the fourth quarter. In line with developments in the core inflation rate, total CPI inflation is also expected to return to the Bank's 2 per cent target in the third quarter of 2011.⁴

The uncertainty surrounding the Bank's inflation projection is illustrated using fan charts. **Chart 23** and **Chart 24** depict the 50 per cent and 90 per cent confidence bands for year-over-year core and total CPI inflation from the fourth quarter of 2009 to the end of 2011.⁵ In particular, they show the slight downward tilt to the confidence bands that results from monetary policy operating at the effective lower bound.

Chart 23: Projection for core CPI inflation

Year-over-year percentage change

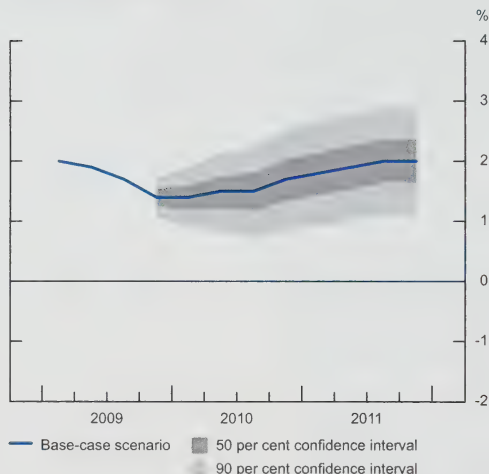
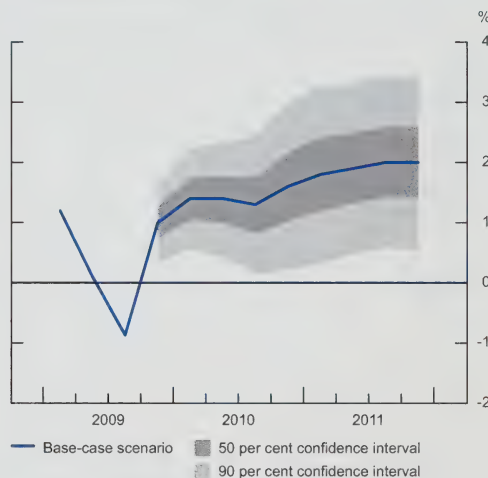


Chart 24: Projection for total CPI inflation

Year-over-year percentage change



⁴ This projection does not incorporate the impact of the harmonized sales tax that will be introduced in Ontario and British Columbia in July 2010.

⁵ Technical details on the construction of the fan charts are available at http://www.bankofcanada.ca/en/mon/pdf/backgrounder_fancharts.pdf.

Risks to the Outlook

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the *July Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. The recovery is projected to be more subdued than usual, since complex processes of deleveraging and real adjustment are yet to be completed in the aftermath of the financial crisis. It is possible, however, that the global recovery will be more vigorous than expected—in view of the extraordinary degree of monetary and fiscal stimulus in most advanced countries and in line with the historical tendency for a steeper downturn to be followed by a steeper recovery. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial, confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected. In particular, Canadian households may increase their spending on consumption and residential investment more strongly than projected as the recovery takes hold. Both globally and in Canada, wealth effects stemming from sustained improvements in financial conditions may add increased impetus to the recovery.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk to the inflation outlook is that the global recovery could be even more protracted than projected. Up to this point, the recovery has been supported by aggressive monetary and fiscal stimulus across all G-20 countries. Self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, may take longer than expected to materialize.

While the Bank judges that these underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the overall risks to the inflation projection are tilted slightly to the downside as a result of monetary policy operating at the effective lower bound. The reason for this tilt is that the Bank could respond with conventional monetary tightening in the event that upside risks materialized. In contrast, if downside risks materialized, the Bank would have to implement unconventional policies, for which greater prudence would be warranted.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook. Current account imbalances have been attenuated during the recession, as U.S. households have curtailed their spending, while in China, the stimulus package has boosted domestic demand. However, in the absence of policies to bring about a sustained rotation of global demand, these imbalances may widen again with the recovery, carrying the risk of disorderly adjustments.

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

**Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information
Annual Report**

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8
plus GST and PST, where applicable)

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008

A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Paraît en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Paraît chaque trimestre.

(Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Paraît en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*.

Paraît chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Paraît tous les vendredis.

Recommandation de la cible de maîtrise de l'inflation – Note

d'information

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell
Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

Le Rapport sur la politique monétaire de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du Rapport ou du Sommaire, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.
Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

plancher. Cette prépondérance s'explique par le fait que la Banque pourrait procéder à un resserrement monétaire traditionnel dans le cas où les risques à la hausse se concrétiseraient. À l'inverse, si les risques à la baisse se réalisaient, la Banque devrait mettre en œuvre des politiques non traditionnelles, pour lesquelles une prudence accrue s'imposerait.

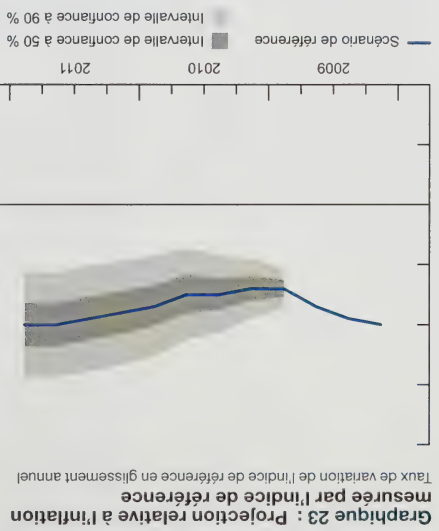
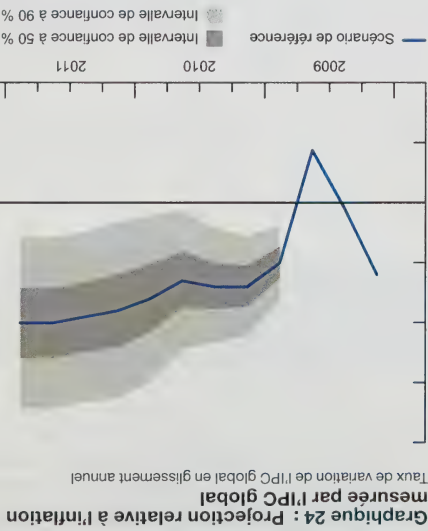
À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Les déséquilibres des balances courantes se sont atténués au cours de la récession, les ménages américains ayant comprimé leurs dépenses, tandis qu'en Chine, les mesures de relance ont stimulé la demande intérieure. Toutefois, en l'absence de politiques visant à créer un déplacement durable de la demande mondiale, ces déséquilibres sont susceptibles de s'accroître à nouveau sous l'effet de la reprise, ce qui comporte le risque d'une correction désordonnée.

Les risques entourant les perspectives

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale. Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. On s'attend à ce que la reprise soit plus modérée que de coutume, puisque les processus complexes de réduction du levier d'endettement et d'ajustement réel restent à terminer dans la foulée de la crise financière. Il se peut, toutefois, que la reprise mondiale soit plus vigoureuse que prévu, compte tenu de l'ampleur exceptionnelle des mesures de relance monétaire et budgétaire mises en place dans la plupart des pays prononcées ont eu tendance à passer, les phases de ralentissement plus prononcées ont eu tendance à s'accompagner d'une reprise plus robuste. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté. En particulier, les ménages canadiens pourraient accroître leurs dépenses de consommation et leurs investissements dans le secteur du logement plus fortement qu'on ne l'envisage, à mesure que la reprise se confirme. Tant au pays qu'à l'étranger, les effets de richesse issus de l'amélioration continue des conditions financières pourraient venir stimuler encore davantage la reprise.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé. Jusqu'ici, la reprise a été tributaire des mesures de relance monétaire et budgétaire énergiques adoptées par l'ensemble des pays du G20. La croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, pourrait prendre plus de temps que prévu à se matérialiser.

Bien que la Banque juge que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection sont relativement équilibrés, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble, étant donné que le taux directeur s'établit à sa valeur

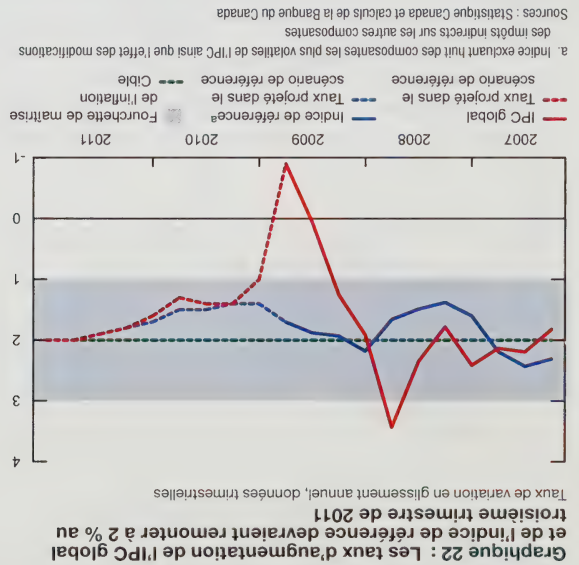


- 4 Cette projection ne tient pas compte de l'incidence de la taxe de vente harmonisée qui entrera en vigueur en Ontario et en Colombie-Britannique en juillet 2010.
- 5 On trouve des explications techniques sur la construction des graphiques en éventail dans le site Web de la Banque, à l'adresse http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/document_graphiqueseventail.pdf.

L'incertitude pesant sur la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Les **graphiques 23** et **24** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2009 à la fin de l'année 2011⁵. Ils montrent notamment que les intervalles de confiance autour de la projection de la Banque sont un peu plus larges vers le bas que vers le haut du fait que le taux directeur est fixé à sa valeur plancher.

Comme il a été mentionné précédemment, le taux de variation de l'IPC global a diminué beaucoup plus rapidement que celui de l'indice de référence, pour s'établir à -0,9 % au troisième trimestre de 2009, sous l'effet de la forte baisse en glissement annuel des cours de l'énergie. Les effets de la montée temporaire des prix de l'essence ne se reflétant plus dans les données, on s'attend à ce qu'il s'agisse là d'un creux pour l'inflation mesurée par l'IPC global, qui devrait grimper rapidement à 1,0 % au quatrième trimestre. Suivant l'évolution de l'inflation mesurée par l'indice de référence, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait également revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011⁶.

Tant l'inflation mesurée par l'indice de référence que celle mesurée par l'IPC global devraient revenir à la cible de 2 % de la Banque au troisième trimestre de 2011.



On s'attend à ce que les pressions inflationnistes au Canada soient légèrement plus modérées qu'il n'était envisagé dans le Rapport de juillet.

La projection en matière d'inflation

Ainsi qu'on l'expliquait dans le *Rapport* de juillet, les exportateurs canadiens devraient bénéficier de manière disproportionnée de la reprise chez nos voisins du sud en 2010 et 2011, la projection de croissance de l'activité aux États-Unis mesurée par l'indice conçu à cet effet par la Banque étant considérablement supérieure à la progression attendue du PIB réel américain durant cette période^a. La valeur accrue du dollar canadien limitera cependant la hausse des exportations. Le volume des importations devrait remonter à une bonne cadence, sous l'impulsion de la reprise de l'économie nationale, du rebond des exportations et de l'appréciation passée du dollar canadien. À mesure que les niveaux d'activité se redresseront au pays, l'offre excédentaire se résorbera, et l'économie devrait atteindre son plein potentiel au troisième trimestre de 2011.

On prévoit un recul de l'inflation mesurée par l'indice de référence, celle-ci touchant un creux de 1,4 % au quatrième trimestre de 2009, en raison de l'offre excédentaire substantielle qui est apparue au sein de l'économie. conjuguée à la décélération notable de la croissance des prix des aliments compris dans l'indice de référence (**Tableau 4**). Comme l'offre excédentaire devrait se résorber graduellement et que les attentes d'inflation sont fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011 (**Graphique 22**).

Tableau 4 : Résumé des projections selon le scénario de référence^a

	2008				2009				2010				2011			
	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e	4 ^e	1 ^{er}	2 ^e	3 ^e
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	-3,7	-6,1	-3,4	2,0	3,3	3,8	3,8	3,7	3,5	3,3	3,3	2,8	2,5	2,8	3,3	3,4
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	(-3,7)	(-5,4)	(-3,5)	(1,3)	(3,0)	(4,0)	(3,8)	(3,8)	(3,8)	(3,8)	(3,7)	(3,4)	(3,2)	(2,8)	(3,3)	(3,4)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	-1,0	-2,3	-3,2	-2,8	-1,1	1,4	3,2	3,6	3,6	3,6	3,5	3,4	3,0	3,0	3,4	3,2
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,2	2,0	1,9	1,7	1,4	1,4	1,5	1,5	1,7	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
WTI ^b (taux de variation en glissement annuel)	2,0	1,2	0,1	-0,9	1,0	1,4	1,4	1,3	1,6	1,8	1,9	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
(niveau)	(58)	(43)	(60)	(62)	(64)	(67)	(68)	(69)	(70)	(71)	(72)	(73)	(74)	(74)	(73)	(73)

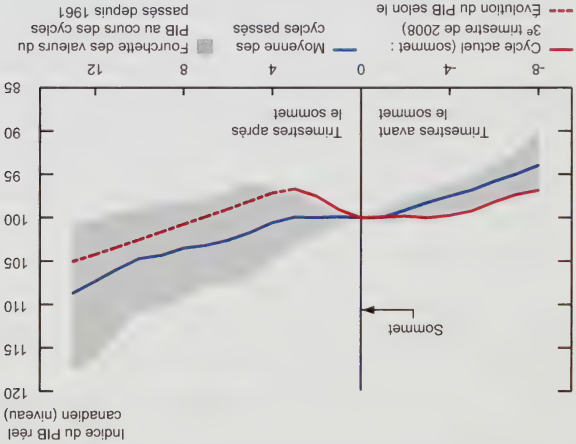
a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediat (en \$ E.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 octobre 2009.

3 Voir la Note technique 2 du *Rapport* de juillet pour de plus amples précisions sur l'indice de l'activité aux États-Unis utilisé par la Banque du Canada.

l'efficacité du système financier canadien. Elle dépend aussi de la relance des produits de base, qui soutiendront la demande intérieure et les exportations. Cependant, la valeur élevée du dollar canadien exercera un effet modérateur sur la demande de produits canadiens. Dans l'ensemble, la reprise au pays devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents (Graphique 21).

Graphique 21 : La reprise au Canada devrait être plus modérée qu'au cours des cycles antérieurs

Évolution comparative du niveau du PIB réel canadien au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : sommet du cycle, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

On s'attend à ce que les dépenses de consommation progressent à un rythme vigoureux tout au long de la période de projection. À court terme, l'accroissement de la richesse et le regain de confiance des consommateurs, de même que la resurgence de la demande reportée des trimestres précédents, devraient contribuer à alimenter les dépenses. À mesure que ces effets s'atténueront, la hausse des dépenses de consommation devrait être soutenue par le redressement de la croissance du revenu du travail. On projette que les investissements dans le logement connaîtront une vive expansion jusqu'au début de 2010, pour ensuite se ralentir alors que l'influence de facteurs temporaires — comme la demande refoulee et le crédit d'impôt pour la rénovation domiciliaire — se dissipera et que l'accessibilité ira en diminuant. Compte tenu que la récession a été brève et grave et qu'il subsiste une incertitude économique, le taux d'épargne des particuliers devrait rester élevé au cours de la période de projection.

Les investissements fixes des entreprises devraient s'inscrire à nouveau en hausse au début de 2010, après cinq trimestres de contraction. Comme dans les cycles passés, la croissance des investissements des firmes devrait accuser un certain retard par rapport à la reprise, en raison de la marge élevée de capacités excédentaires, pour ensuite rebondir fortement une fois la reprise bien amorcée. L'amélioration graduelle des conditions financières et de l'activité économique ainsi que le renchérissement des produits de base devraient aider à stimuler les dépenses des entreprises. À la lumière d'informations récentes, on prévoit que les firmes réduiront leurs stocks plus lentement qu'on ne l'escomptait en juillet.

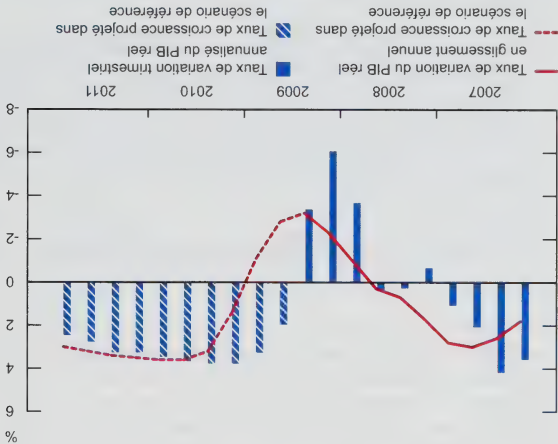
contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, ce qui est légèrement inférieur à ce que l'on escomptait en juillet².

Tableau 3 : Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
En points de pourcentage^a

	2008	2009	2010	2011
Consommation	1,7 (1,7)	0,0 (-0,2)	1,7 (1,3)	1,9 (1,4)
	-0,2 (-0,2)	-0,5 (-0,6)	0,3 (0,1)	0,1 (0,2)
Logement	1,2 (1,1)	1,0 (1,0)	1,3 (1,3)	-0,3 (-0,4)
Administrations publiques	0,0 (0,0)	-1,9 (-1,6)	0,1 (0,1)	0,9 (0,9)
Investissements fixes des entreprises	2,7 (2,6)	-1,4 (-1,4)	3,4 (2,6)	2,6 (2,1)
Total partiel : demande intérieure finale	-1,5 (-1,6)	-4,4 (-5,3)	1,9 (2,0)	1,9 (2,4)
Exportations	-0,3 (-0,3)	4,6 (5,7)	-2,9 (-2,8)	-2,0 (-2,3)
Total partiel : exportations nettes	-1,8 (-1,9)	0,2 (0,4)	-1,0 (-0,8)	-0,1 (0,1)
Stocks	-0,5 (-0,3)	-1,2 (-1,3)	0,6 (1,0)	0,8 (1,3)
PIB	0,4 (0,4)	-2,4 (-2,3)	3,0 (3,0)	3,3 (3,5)
À titre de rappel :				
Production potentielle	1,7 (1,7)	1,2 (1,1)	1,5 (1,5)	1,9 (1,9)
Revenu intérieur brut réel	2,0 (2,0)	-5,6 (-5,9)	4,4 (3,9)	4,0 (4,4)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du Rapport sur la politique monétaire.

Graphique 20 : La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

La reprise de l'économie canadienne devrait être soutenue par un certain nombre de facteurs intérieurs, notamment la forte détente monétaire et budgétaire en place, la récente augmentation de la richesse des ménages et

2 Le taux de croissance annuel projeté pour 2009 est un peu plus faible que celui prévu en juillet en raison des révisions à la baisse des chiffres du PIB réel pour le premier trimestre, qui sont venues plus que contrebalancer l'expansion légèrement plus vigoureuse attendue dans la seconde moitié de l'année.

Graphique 19 : Le dollar canadien s'est fortement apprécié depuis la parution du Rapport de juillet

Données quotidiennes



Nota : Une hausse de l'indice TCEC indique une appréciation du dollar canadien.
 Source : Banque du Canada

tributaires d'une dépréciation généralisée du dollar américain par rapport à la plupart des grandes monnaies.

Les mesures d'intervention

La politique monétaire au Canada est demeurée exceptionnellement expansionniste. Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a laissé le taux cible du financement à un jour inchangé à 1/4 % — ce qui correspond à la valeur plancher de ce taux — et réitéré son engagement, sous réserve des perspectives concernant l'inflation, à le maintenir à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.

Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne

La Banque fonde son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : le maintien du cours du dollar canadien à 96 cents E.-U. en moyenne; une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; un renchérissement progressif des produits de base non énergétiques allant de pair avec la reprise de l'économie mondiale; la poursuite de l'amélioration graduelle des conditions du crédit à l'échelle internationale.

L'offre et la demande globales

Dans l'ensemble, les perspectives de croissance du PIB canadien sont semblables à celles exposées dans le *Rapport* de juillet (**Tableau 3**). Pour la seconde moitié de 2009, la Banque projette maintenant un taux d'expansion légèrement supérieur à ce qui était prévu en juillet (**Graphique 20**). Ce portrait à court terme plus favorable tient en partie à des facteurs temporaires, tels que la relance de la production automobile et le déblocage de la demande refoulée de logements. En moyenne annuelle, l'économie devrait se

L'économie devrait se contracter de 2,4 % cette année, puis progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011.

Le dollar canadien s'est apprécié brusquement depuis la parution du Rapport de juillet.

Le cours du dollar canadien est demeuré relativement stable de juillet au début d'octobre, évoluant à l'intérieur d'une fourchette comprise entre 90 et 94 cents $\text{C}\text{.}\text{U.}$ Plus récemment, toutefois, il a augmenté brusquement, pour avoisiner en moyenne 96 cents $\text{C}\text{.}\text{U.}$ dans les dix derniers jours, soit à un niveau nettement supérieur à celui de 87 cents $\text{C}\text{.}\text{U.}$ qui avait été postulé dans la livraison de juillet du *Rapport* (**Graphique 19**). Si le renchérissement des produits de base a joué un rôle non négligeable, les mouvements du dollar canadien pendant la période semblent avoir été de plus en plus

Le taux de change

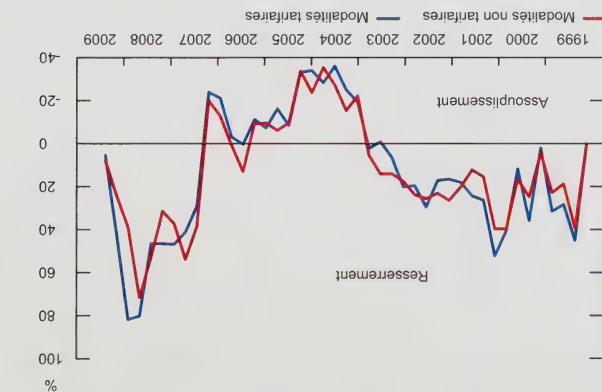
Les agrégats monétaires ont maintenu leur forte croissance. Dans la période de trois mois s'étant achevée en août, l'agrégat au sens étroit M1+ a progressé à un taux annualisé de 18,2 %, et l'agrégat M2++, à un taux de 7,0 %. L'activité économique, car la demande de monnaie tend à être anormalement élevée dans un contexte de taux d'intérêt très bas et de conditions du crédit tendues. La croissance robuste et continue de l'agrégat au sens étroit tient au désir des ménages et des entreprises de conserver des actifs liquides jusqu'à ce que la reprise économique soit clairement enclenchée. Conformément à son scénario de référence, la Banque prévoit que l'expansion de ces encaisses monétaires diminuera progressivement au fil du temps.

Le fait que les écarts sur obligations de sociétés dépassent encore la moyenne sur dix ans, malgré leur récente compression, il convient de souligner que l'ICF ne rend pas compte encore de l'appréciation du dollar canadien survenue depuis le printemps étant donné le décalage avec lequel le taux de change intervient dans l'indice. En outre, l'ICF attribue un très faible coefficient de pondération à la mesure des conditions générales de prêt aux entreprises qui se dégage de l'enquête auprès des responsables du crédit. Pour toutes ces raisons, la Banque est d'avis que l'ICF surestime actuellement l'amélioration des conditions financières.

a. Le solde des opinions est égal à la différence entre le pourcentage pondéré des opinions allant dans le sens d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui inclinent vers un assouplissement.

Noter : Chaque série représente la moyenne simple des solides des opinions des institutions financières pour les petites entreprises, les sociétés commerciales et les grandes sociétés.

Source : Banque du Canada



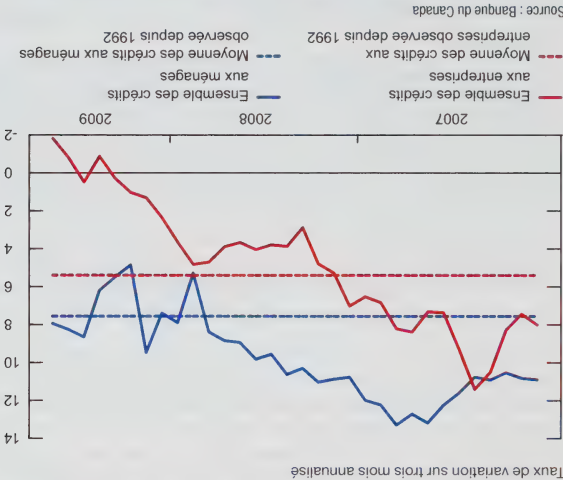
Graphique 18 : Après une période marquée par un resserrement important, les conditions de crédit aux entreprises n'ont guère varié au troisième trimestre
Solde des opinions concernant les modalités tarifaires et non tarifaires des prêts, selon les résultats de l'enquête auprès des responsables du crédit^a

Tableau 2 : Coûts d'emprunt des ménages et des entreprises

Date	Taux du financement à un jour	Taux préférentiel	Taux variable estimatif	Taux hypothécaire affiché à cinq ans	Taux des acceptations bancaires à trois mois	Taux des obligations à long terme de sociétés
31 juillet 2007	4,50	6,25	5,35	7,24	4,75	5,42
18 octobre 2007	4,50	6,25	5,65	7,43	4,85	5,41
6 décembre 2007	4,25	6,00	5,40	7,37	4,70	5,36
24 janvier 2008	4,00	5,75	5,25	7,39	4,06	5,30
24 avril 2008	3,00	4,75	4,15	6,99	3,23	5,32
17 juillet 2008	3,00	4,75	4,20	7,09	3,29	5,48
23 octobre 2008	2,25	4,00	5,00	7,20	2,68	5,99
11 décembre 2008	1,50	3,50	4,50	6,73	1,77	6,04
22 janvier 2009	1,00	3,00	3,80	5,90	1,06	5,90
5 mars 2009	0,50	2,50	3,30	5,74	0,69	5,86
23 avril 2009	0,25	2,25	3,00	5,25	0,46	5,32
8 juin 2009	0,25	2,25	2,85	5,62	0,43	4,83
23 juillet 2009	0,25	2,25	2,65	5,85	0,44	4,54
14 septembre 2009	0,25	2,25	2,45	5,50	0,43	4,08
16 octobre 2009	0,25	2,25	2,25	5,84	0,43	4,17

Sources : Bloomberg (pour les taux des obligations à long terme de sociétés) et Banque du Canada (pour tous les autres taux)

Graphique 17 : La croissance du crédit aux ménages demeure robuste, mais le crédit aux entreprises continue de s'affaiblir



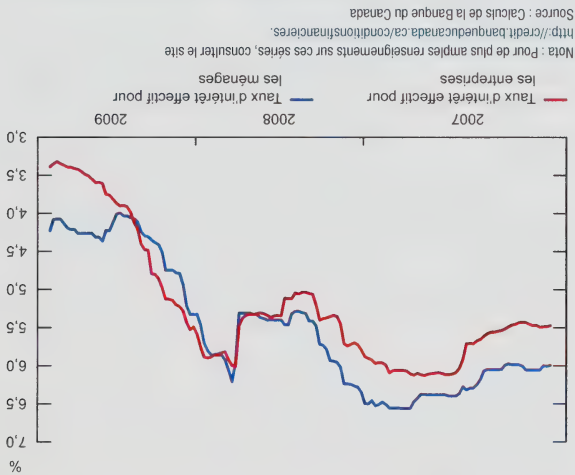
entreprises ont peu changé au troisième trimestre, après une période de resserrement marqué (Graphique 18).

L'indice des conditions financières (ICF) de la Banque a continué de redresser depuis la publication du *Rapport* de juillet et se situe actuellement bien au-dessus de la moyenne calculée sur dix ans. L'ICF reflète le niveau exceptionnellement bas du taux directeur de la Banque, lequel contrebalance

Les conditions financières au Canada

Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées. Les progrès ont été relativement généralisés : les marchés boursiers ont poursuivi leur remontée, les écarts de crédit se sont encore réduits et les émissions d'obligations de sociétés sont restées soutenues. Les coûts de financement des banques canadiennes, en particulier, demeurent très peu élevés. Les coûts d'emprunt des ménages le sont aussi, en regard du passé (**Graphique 16** et **Tableau 2**). Contrairement à ce qu'on observe dans la majorité des autres pays avancés, les consommateurs canadiens peuvent facilement obtenir du crédit, comme en témoigne le rythme d'expansion toujours vif de ce dernier (**Graphique 17**). La vigueur du crédit aux ménages est liée à la reprise du marché du logement et à la relance de l'activité de rénovation.

Graphique 16 : Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages canadiens demeurent très bas
Données hebdomadaires



Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site <http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres>.

Source : Calculs de la Banque du Canada

Le crédit aux entreprises, contrairement à celui destiné aux ménages, a été anémique récemment et a enregistré un modeste repli au cours de la période de trois mois terminée en août. Cette atonie s'explique surtout par les sombres perspectives qui entourent l'investissement des sociétés, quoique la disponibilité du crédit soit probablement en cause aussi. En ce qui concerne les grandes sociétés, la situation s'est améliorée durant les derniers mois, comme l'indique, par exemple, l'ampleur des émissions sur le marché canadien des obligations de sociétés. Les entreprises du pays ont vu leurs coûts d'emprunt reculer de nouveau au cours des derniers mois. Le taux d'intérêt moyen effectif sur leurs emprunts a diminué d'environ 15 points de base depuis la parution du *Rapport* de juillet, baisse principalement attribuable à la chute des taux des obligations de sociétés. Les résultats combinés de la plus récente édition de l'enquête de la Banque auprès des responsables du crédit (<http://www.banqueducanada.ca/fr/sios/pdf/sios2009T3.pdf>) et de l'enquête sur les perspectives des entreprises montrent que les conditions du crédit aux

Dans l'ensemble, les conditions financières au Canada continuent de s'améliorer et d'être plus favorables que dans la plupart des autres économies avancées.

La Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre.

L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux de -0,9 % au troisième trimestre. Celle mesurée par l'indice de référence a régressé, pour passer à 1,5 % en septembre.

L'inflation et la cible de 2 %

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuring en cours au sein de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2009, ce qui concorde avec sa projection de juillet.

Après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions sur la capacité de production et pris en compte la faiblesse de la production potentielle associée à la restructuring en cours au sein de l'économie canadienne, la Banque est d'avis que l'économie fonctionnait à environ 3 1/2 % en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2009, ce qui concorde avec sa projection de juillet.

Les indicateurs des attentes d'inflation se sont révélés stables ces derniers mois. Les attentes à court terme restent à des niveaux très bas à la lumière des fluctuations antérieures des cours de l'énergie. Selon les plus récentes compilations de Consensus Economics, les prévisions pour 2010 et les années ultérieures demeurent près de la cible de 2 %. Les résultats de la dernière enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises montrent également que les attentes d'inflation se concentrent à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation établie par la Banque.

Graphique 15 : L'inflation mesurée par l'IPC global a touché un creux et celle mesurée par l'indice de référence a diminué
Taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Révisions touchant la production potentielle

Note technique 3

Tous les ans au mois d'octobre, la Banque réexamine la trajectoire de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Elle correspond en quelque sorte au produit de la tendancielle du facteur travail et de la mesure tendancielle du facteur travail.

La productivité tendancielle du travail est surtout liée à la quantité de capital investi par travailleur et au rythme du progrès technique. La récession a abaissé le ratio capital/travail, du moins à court terme, en réduisant le volume des investissements sous leur niveau tendanciel et en accélérant l'ajustement structurel de l'économie. Cet ajustement est une adaptation normale de toute économie, mais les récessions précipitent généralement des changements et les concentrent dans un laps de temps limité. En 2008 et au premier semestre de 2009, de nombreux secteurs – tout particulièrement les secteurs automobile et forestier – ont subi des bouleversements, dont le démantèlement définitif d'une partie des équipements de production. Beaucoup de ces équipements finiront par se retrouver dans d'autres entreprises, mais cela demandera du temps. Parallèlement, des coûts d'ajustement accompagneront le redéploiement graduel de la main-d'œuvre vers d'autres activités. Étant donné tous ces changements ainsi que le rythme de progression globalement faible de la productivité du travail au cours des dernières années, la Banque part de l'hypothèse que la productivité tendancielle du travail reculera de 0,2 % cette année avant de gagner 0,2 % en 2010 et 0,9 % en 2011

(Tableau 3-A)

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait décélérer peu à peu dans les prochaines années, dans une large mesure parce que le rythme de croissance de la population en âge de travailler sera contracté. On prévoit que la moyenne tendancielle des heures travaillées sera assez stable, tandis que le taux d'emploi tendanciel se repliera légèrement. Ensemble, ces prévisions impliquent que le facteur travail connaîtra un taux d'accroissement tendanciel de 1,4 % en 2009, de 1,3 % en 2010 et de 1,0 % en 2011. Les chiffres relatifs à la croissance tendancielle anticipée du facteur travail pour 2009 et 2010 dépassent d'environ 0,1 point de pourcentage

Tableau 3-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle

Croissance de la production potentielle		Croissance tendancielle du facteur travail	Croissance tendancielle de la productivité du travail	À titre de rappel : Croissance de la production potentielle postulée dans la livraison d'avril 2009	
2009	1,2 (2,4)	1,4 (1,25)	-0,2 (1,1)	1,2	
2010	1,5 (2,5)	1,3 (1,25)	0,2 (1,2)	1,5	
2011	1,9 (2,5)	1,0 (1,25)	0,9 (1,2)	1,9	
2012	1,9	0,7			

Ces profils de croissance tendanciels de la productivité du travail et du facteur travail impliquent des rythmes de progression de la production potentielle de 1,2 % en 2009, de 1,5 % en 2010, puis de 1,9 % en 2011. Cette trajectoire est identique à celle retenue pour l'hypothèse dans la livraison d'avril du *Rapport*. Après 2011, l'incidence des restructurations devrait s'atténuer, créant un climat favorable à l'expansion de la productivité totale des facteurs. Associée à un accroissement du coefficient d'intensité du capital, grâce au redressement des investissements, cette évolution portera la croissance tendancielle de la productivité du travail à 1,2 % d'ici 2012, sa moyenne de long terme. On s'attend par contre à un ralentissement du taux d'augmentation du facteur travail alors que les effets du vieillissement de la population commenceront à se faire sentir davantage. La Banque estime par conséquent que la production potentielle progressera de 1,9 % en 2012.

Nota : Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario présenté dans la livraison d'octobre 2008 du *Rapport sur la politique monétaire*.
1 La valeur estimée pour 2009 tient compte des différents indicateurs des pressions qui s'exercent actuellement sur l'appareil de production.

La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011.

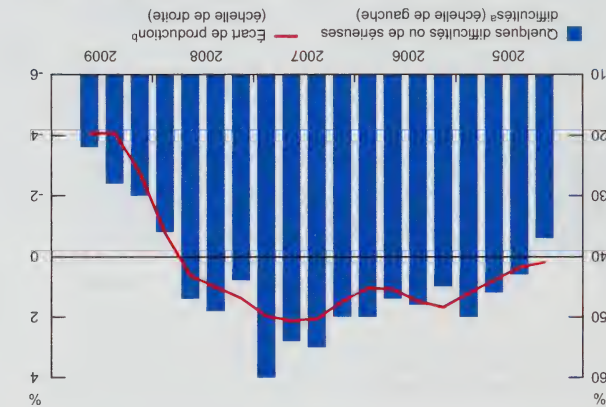
Dans le *Rapport d'avril*, la Banque avait révisé à la baisse ses estimations de l'expansion de la production potentielle pour la période 2009-2011 à la lumière des changements structurels importants en cours dans l'économie canadienne et de la chute notable de l'investissement. Après avoir réexaminé ses hypothèses concernant la productivité tendancielle du travail et l'offre tendancielle de travail, elle conclut, dans le présent rapport, au maintien de la validité du scénario envisagé en avril. La Banque escompte que la croissance de la production potentielle touchera un creux de 1,2 % en 2009, pour ensuite remonter progressivement à 1,5 % en 2010 et à 1,9 % en 2011 (Note technique 3). Il importe de noter qu'une grande incertitude entoure les estimations de la production potentielle, particulièrement au sortir d'une récession profonde.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

Une offre excédentaire considérable persistait au sein de l'économie du pays au troisième trimestre. La mesure dont la Banque se sert habituellement pour estimer l'écart de production est demeurée essentiellement inchangée, à -4 % (Graphique 14). Lorsqu'elle évalue les capacités excédentaires, la Banque tient compte de cette mesure de pair avec plusieurs autres indicateurs, d'autant plus que la marge d'erreur de celle-ci tend à s'accroître à proximité des points de retournement. Selon les résultats de l'enquête de la Banque sur les perspectives des entreprises parus cet automne (<http://www.banqueducanada.ca/fr/bos/2009/automne/bos1009f.pdf>), la proportion des firmes ayant déclaré qu'elles auraient de la difficulté à faire face à une hausse inattendue de la demande est tombée à son niveau le plus bas depuis les débuts de l'enquête, en 1999.

Les indicateurs récents portent à croire que le marché du travail aurait cessé de se détériorer, ce qui suppose que l'offre excédentaire a atteint son sommet. L'emploi et le nombre moyen d'heures travaillées ont recommencé à augmenter depuis quelques mois, et le taux de chômage a légèrement flechi,

Graphique 14 : Une offre excédentaire substantielle persiste au sein de l'économie canadienne



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de graves difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2009 se fonde sur une augmentation prévue de la production de 2 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.
Source : Banque du Canada

Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise

effet à ce que les ventes de véhicules automobiles aux États-Unis demeurent faibles, comparativement aux niveaux d'avant la crise, pendant quelques années, le temps que les ménages américains assai-

nissent leur bilan.

L'industrie automobile joue un rôle démesurément important dans l'évolution trimestrielle du PIB cana-

dien cette année (Graphique 2-A). Au premier semestre de 2009, la production automobile au Canada s'est effondrée par suite de la restructuration du secteur nord-américain de l'automobile et du recul continu des ventes de véhicules automobiles aux États-Unis. Les trois quarts environ des véhicules fabriqués au pays sont exportés vers les États-Unis.

Le poids des produits automobiles dans les exportations canadiennes est tel que ces dernières se sont vivement contractées aux deux premiers trimestres de 2009, soit de 30,4 % au premier et de 19,3 % au second (données annualisées). La reprise partielle de la production automobile au troisième trimestre devrait donner une impulsion forte, quoique passa-

gère, à la croissance des exportations et du PIB. La production canadienne de véhicules et de pièces automobiles devrait ensuite augmenter graduellement. Selon un modèle économétrique de taille réduite estimé par le personnel de la Banque, elle pourrait s'établir à quelque 2,2 millions d'unités d'ici 2012. Bien que ce chiffre représente une hausse de 80 % par rapport au niveau de production anticipé pour 2009, il reste très inférieur à la moyenne d'avant la crise (2,6 millions d'unités environ). On s'attend en

1 La production automobile représentait environ 1,5 % du PIB canadien en 2008.

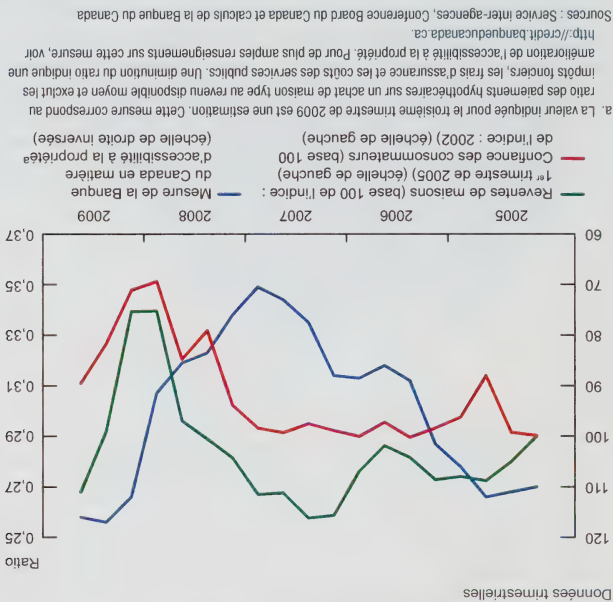


canadienne, attribuable à la réouverture de certaines usines de grands fabricants qui avaient été fermées plus tôt dans l'année et à la nécessité de reconstruire des stocks diminués en raison du programme de prime à la casse mis en œuvre aux États-Unis. Ces facteurs devraient faire bondir temporairement les exportations de produits automobiles (Note technique 2). Des données récentes semblent indiquer, cependant, que l'augmentation des importations a été encore plus accentuée au cours du trimestre, de sorte que la balance commerciale a continué de freiner la croissance. On s'attend, par ailleurs, à ce que les entreprises aient à nouveau réduit leurs investissements, vu l'incertitude qui subsiste relativement au dynamisme de la reprise mondiale, et à ce qu'elles aient effectué de nouvelles ponctions dans leurs stocks, quoique dans une moindre mesure qu'au deuxième trimestre. Conjuguée à la relance des ventes, cette évolution devrait entraîner un repli du ratio stocks/ventes.

Graphique 12 : La diminution des ventes a encore fait augmenter le ratio stocks/ventes

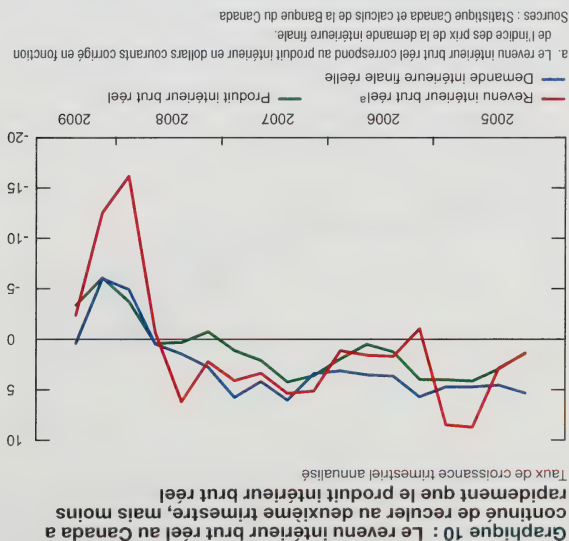


Graphique 13 : La solide croissance du secteur du logement reflète une amélioration continue de l'accessibilité à la propriété et de la confiance des consommateurs



Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre.

Les indicateurs disponibles, y compris la récente reprise de l'emploi, donnent à penser que le PIB réel a recommencé à progresser au troisième trimestre. Les dépenses des ménages ont poursuivi leur redressement, et la contribution des dépenses publiques a pris de l'ampleur. L'expansion a également été stimulée par une hausse substantielle de la production automobile



Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs, le relèvement naissant de l'économie mondiale et le renforcement des termes de l'échange. Dans son scénario de référence, la Banque entrevoit à présent, pour la seconde moitié de 2009, une progression un peu plus vive qu'elle ne l'envisageait dans le *Rapport de juillet*. Pour le reste de la période de projection, l'expansion devrait être légèrement inférieure en raison de l'effet de la valeur accrue du dollar canadien. On s'attend maintenant à ce que l'économie tourne de nouveau à plein régime au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'il n'était anticipé en juillet.

L'évolution récente

L'offre et la demande globales

Comme il était prévu dans la projection de juillet, la récession au pays s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre, le PIB réel enregistrant une perte supplémentaire de 3,4 % (en chiffres annuallisés). Le revenu intérieur brut réel a lui aussi régressé davantage, mais à un rythme beaucoup plus lent qu'aux deux trimestres précédents grâce au redressement partiel des termes de l'échange au pays (**Graphique 10**).

Les exportations ont poursuivi leur plongeon, sous l'effet de la baisse profonde de la demande aux États-Unis (**Graphique 11**), et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes. Le deuxième trimestre est le huitième de suite à afficher une diminution des exportations; la baisse avait été exceptionnellement touchées. La brusque chute des investissements des firmes traduit l'incertitude quant au moment et la vigueur de la reprise mondiale, le niveau élevé des capacités excédentaires et la détérioration des bénéfices. Malgré la réduction légèrement accélérée des stocks dans les entreprises, le recul encore plus rapide des ventes a encore poussé à la hausse le ratio stocks/ventes (**Graphique 12**).

Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre grâce aux mesures énergiques de relance monétaire et budgétaire et au regain de confiance des consommateurs. Les achats de biens de consommation durables et les investissements dans le logement ont redémarré avec force. Le relèvement marqué des revenus de maisons s'explique non seulement par l'amélioration de l'accessibilité à la propriété,

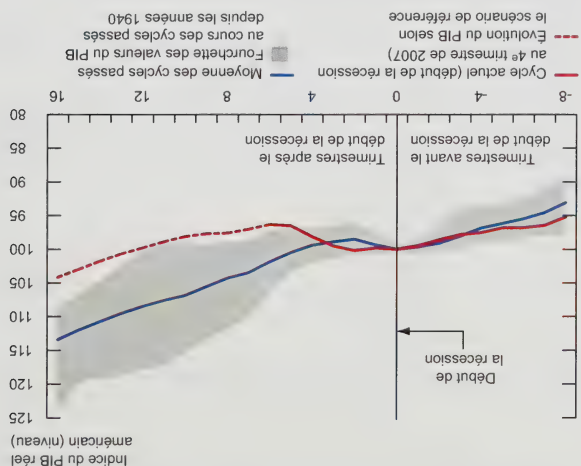
Après trois trimestres consécutifs de forte contraction, le Canada a renoué avec la croissance économique.

Comme prévu, la récession s'est intensifiée considérablement au deuxième trimestre.

Les exportations ont poursuivi leur plongeon, et les entreprises ont procédé à de nouvelles réductions d'effectifs et d'investissements fixes.

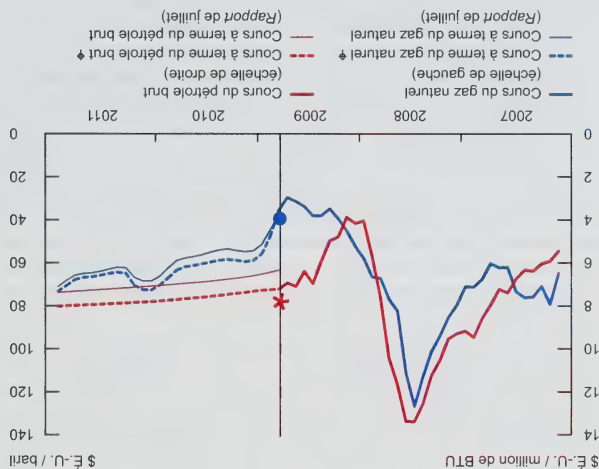
Par contraste, les dépenses des ménages ont amorcé une remontée au deuxième trimestre.

Graphique 8 : On s'attend à ce que la reprise économique aux États-Unis soit plus modeste que dans le passé
Évolution comparative du niveau du PIB réel américain au cours du cycle actuel et des cycles passés; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles américaines (niveau)



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, National Bureau of Economic Research (pour l'établissement des dates relatives aux cycles) et calculs de la Banque du Canada

Graphique 9 : Les courbes des cours à terme semblent indiquer une remontée des prix du pétrole brut et du gaz naturel

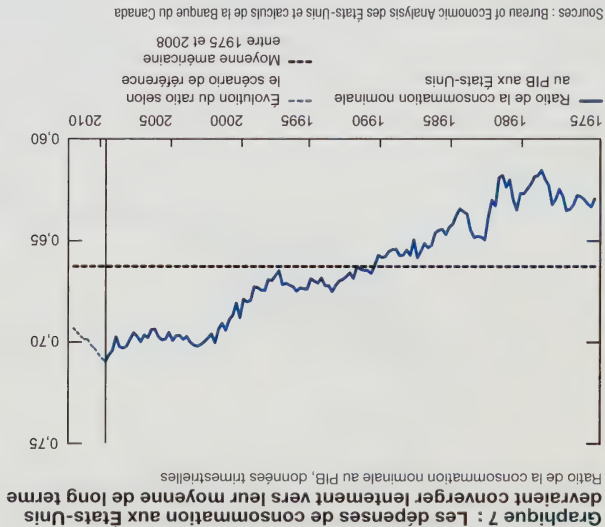


* Cours au comptant du pétrole brut (16 octobre 2009)
 * Cours au comptant du gaz naturel (16 octobre 2009)
 † Prix moyen des contrats à terme au cours des deux semaines se terminant le 16 octobre 2009
 ‡ Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009.
 Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place.

On prévoit qu'aux États-Unis, le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011.

de 2009, soit un peu plus tôt que prévu, à cause de l'incidence du crédit d'impôt pour l'achat d'une première habitation sur les ventes de maisons et des niveaux de stocks plus favorables dans le secteur du logement. Dans l'ensemble, on s'attend encore à une croissance modérée aux États-Unis (Graphique 8), puisque l'on prévoit maintenant que le PIB réel aura reculé de 2,5 % en 2009, puis qu'il progressera de 1,8 % en 2010 et de 3,8 % en 2011. Dans la zone euro, la reprise au second semestre de 2009 et en 2010 devrait aussi être légèrement plus forte que projeté en juillet, ce qui tient à une incidence des mesures de relance budgétaire plus prononcée qu'anticipé auparavant. La reprise devrait néanmoins être plus modeste qu'aux États-Unis, en raison notamment des interventions des pouvoirs publics moins énergiques ainsi que des ajustements plus importants qui doivent encore être effectués dans le système bancaire de la zone euro. Le redressement de la consommation des ménages va vraisemblablement être bridé par la détérioration de la situation sur les marchés du travail et par des conditions du crédit relativement tendues. Au Japon, la reprise repose sur la fin de la correction des stocks et sur les mesures de relance monétaire et budgétaire en cours. La croissance économique en Chine devrait rester robuste, favorisée par la forte détente monétaire et budgétaire en place. Le crédit bancaire s'est accru à un rythme extraordinairement rapide, ce qui entraîne la possibilité d'une affectation quelque peu inefficace des ressources. Des économies émergentes plus petites d'Asie ont déjà commencé à se remettre d'une baisse notable de la production industrielle et des exportations, et elles devraient continuer de profiter de la remontée du commerce mondial et de la solide expansion en Chine. On prévoit que d'autres pays en développement et à marché émergent renoueleront peu à peu avec la croissance au cours des prochaines années, aidés en cela par un rétablissement des flux de capitaux et par des politiques monétaire et budgétaire expansionnistes. La contribution croissante de ces pays à la demande mondiale devrait soutenir davantage les prix des produits de base (Graphique 9). Bien que ces prix puissent continuer d'afficher une volatilité à court terme, ils devraient poursuivre leur montée, à mesure que l'économie du globe se redressera en 2010 et 2011.



La Banque prévoit que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011.

Nos estimations donnent à penser que la progression du potentiel de production dans le monde ralentira, passant de plus de 4 % dans les années juste avant la crise à environ 3 % au cours de la période 2009-2011. Dans ce contexte, la Banque prévoit maintenant que l'économie mondiale se contractera de 1,6 % en 2009, puis qu'elle progressera de 3,1 % en 2010 et de 4,0 % en 2011 (Tableau 1).

Tableau 1 : Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

	Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	Croissance projetée ^b (en pourcentage)		
		2008	2009	2010
Etats-Unis	21	0,4 (1,1)	-2,5 (-2,4)	1,8 (1,4)
Zone euro	16	0,5 (0,6)	-3,9 (-4,4)	0,9 (0,7)
Japon	7	-0,7 (-0,7)	-5,7 (-6,0)	1,7 (1,9)
Chine	11	9,1 (9,1)	8,1 (7,8)	8,9 (8,3)
Autres pays	45	3,9 (3,9)	-2,1 (-2,1)	3,3 (1,9)
Ensemble du monde	100	2,9 (3,0)	-1,6 (-1,7)	3,1 (2,3)
				4,0 (3,9)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en partie des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

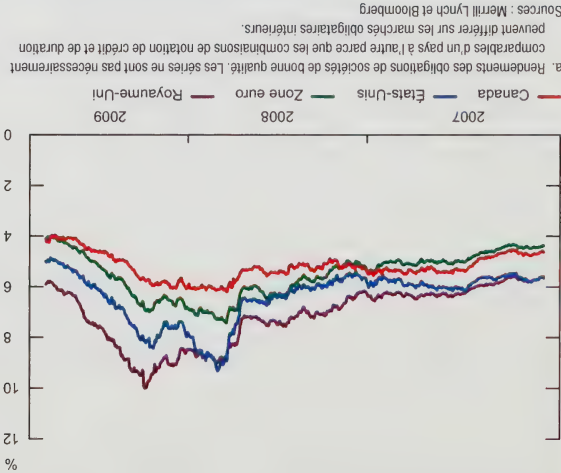
Source : Banque du Canada

Le redémarrage graduel de l'activité est favorisé par les mêmes facteurs que ceux évoqués dans nos projections précédentes. Premièrement, les mesures de relance monétaire et budgétaire en place devraient continuer de soutenir la demande intérieure. Cette prévision se concrétise déjà en partie grâce aux effets de la baisse des taux d'intérêt et de la hausse des cours des actifs sur la richesse. Deuxièmement, le rétablissement progressif de conditions plus normales sur les marchés financiers et l'achèvement de la réduction du levier d'endettement dans le secteur financier devraient faire augmenter l'offre de crédit aux entreprises et aux ménages. Troisièmement, l'inversion du cycle des stocks et la fin de l'ajustement des stocks dans le secteur du logement de plusieurs économies devraient alimenter la croissance dans son ensemble.

Puisque la demande globale dans le monde ne devrait remonter que progressivement, d'importantes capacités inutilisées devraient persister au sein de l'économie à l'horizon projeté et ainsi concourir à un profil d'inflation modérée. Aux États-Unis, le rythme de la reprise qui s'amorce au troisième trimestre de 2009 devrait être un peu plus rapide que ce que l'on avait avancé dans le *Rapport* de juillet, puisqu'une partie des ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment. Les mesures de relance budgétaire ainsi que la stimulation apportée par les stocks devraient être des facteurs déterminants de la reprise. On s'attend cependant à ce que le redressement des dépenses de consommation soit plus modeste que dans les cycles précédents, du fait surtout que les ménages doivent reconstituer leur épargne après avoir subi une érosion marquée de leur patrimoine. Cet ajustement a pour effet de rapprocher la part des dépenses de consommation dans le PIB de sa moyenne à long terme à l'horizon projeté (**Graphique 7**). La consommation sera également des conditions sur le marché du travail devant se poursuivre au cours des prochains trimestres, ainsi que par des modalités du crédit qui demeurent relativement serrées. Les investissements dans le secteur résidentiel devraient avoir commencé à reprendre graduellement de la vigueur au second semestre

Aux États-Unis, les ajustements en cours dans l'économie semblent plus avancés qu'on ne le croyait précédemment.

Graphique 6 : Les coûts d'emprunt des entreprises ont nettement diminué^a
Données quotidiennes



Malgré ces améliorations marquées sur les marchés financiers internationaux, les conditions d'octroi de prêts bancaires aux ménages demeurent relativement tendues à l'extérieur du Canada. Les banques de la zone euro et des États-Unis continuent de restreindre l'offre de crédit pour la plupart des types de prêt, même si les enquêtes menées auprès des responsables du crédit révèlent que le rythme de durcissement du crédit ralentit. Sous l'effet conjugué du resserrement des conditions de prêt et de l'atonie de la demande, le crédit aux ménages a arrêté de croître dans la zone euro et s'est carrément contracté aux États-Unis.

Si les interventions des pouvoirs publics ont aidé à stabiliser les marchés financiers de la planète et à améliorer les conditions du crédit, il faudra mener en temps opportun d'autres actions globales pour assécher la reprise sur des bases solides et réduire la probabilité de crises dans l'avenir.

Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale

Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale au second semestre de 2009 et en 2010 se sont raffermies depuis la parution du *Rapport en juillet*, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie. Une incertitude considérable plane encore toutefois sur ces perspectives. La reprise devrait être plus graduelle qu'elle ne le serait normalement. Cette situation est attribuable au fait que la demande sous-jacente du secteur privé dans de nombreuses économies ne devrait se redresser que lentement, à mesure que des ajustements notables apportés aux bilans ainsi que sur le plan structurel feront sentir leurs effets. L'expérance montre que les récessions précipitées par les crises financières ont des retombées négatives plus importantes et plus persistantes sur la production potentielle que d'autres types de récession. Le déplacement majeur de la demande mondiale qui devra s'opérer pour assurer une croissance durable rendra le processus d'ajustement particulièrement difficile.

Les perspectives concernant la croissance de l'économie mondiale se sont raffermies depuis la parution du Rapport en juillet, en particulier en Chine et dans des économies émergentes plus petites d'Asie.

... mais des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables.

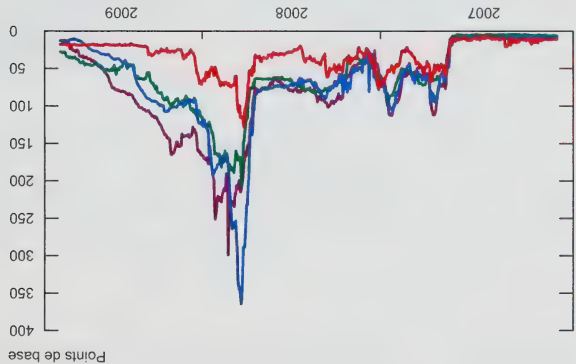
Cependant, des tensions persistent au sein de certains marchés, et de nouveaux revers sont envisageables. Bien que les marchés de la titrisation montrent des signes de reprise, ils fonctionnent encore à une fraction de leurs niveaux d'avant la crise et les conditions du crédit dans les banques sont toujours relativement tendues, en raison du processus de réduction du levier financier en cours. Même si les hausses récentes des prix des actifs sont positives, la détérioration de la qualité des prêts associée au ralentissement économique est susceptible de prolonger ce processus. Les politiques monétaires expansionnistes et les interventions directes sur des marchés précis sont demeurées une importante source de soutien.

Les marchés où les institutions financières se procurent du financement reviennent à la normale: les niveaux des taux d'intérêt ont touché leur point le plus bas et les écarts sur les marchés du financement à court terme sont descendus sous les niveaux enregistrés avant la faillite de Lehman Brothers (Graphique 5). Le recours aux facilités offertes par les banques centrales a donc diminué considérablement et certaines d'entre elles ont commencé à réduire quelques-uns de leurs programmes exceptionnels de soutien à la liquidité. Par ailleurs, il est devenu de plus en plus facile pour les grandes institutions financières de lever des fonds à long terme sur les marchés sans faire appel aux garanties directes de l'État.

Graphique 5 : Les marchés du financement à court terme se sont grandement améliorés

Écart entre les taux interbancaires offerts à trois mois et les taux respectifs des swaps indexés sur le taux à un jour^a

Données quotidiennes



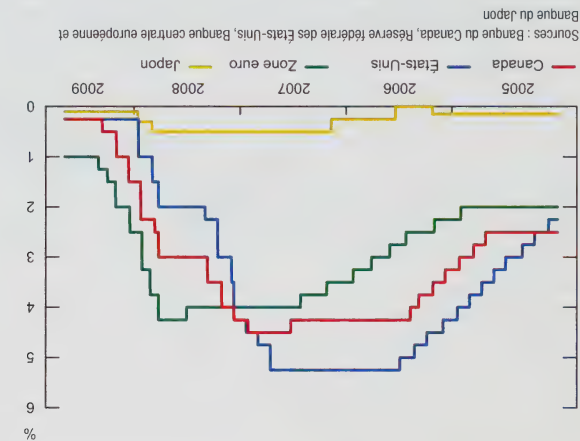
a. LIBOR dans le cas des États-Unis et du Royaume-Uni, EURIBOR pour la zone euro et CDOF pour le Canada
Source : Bloomberg

Les conditions de financement des entreprises se sont aussi améliorées. Les écarts de crédit pour les sociétés tant financières que non financières ont diminué sensiblement par rapport aux sommets qu'ils avaient atteints, mais demeurent tout de même élevés relativement à leurs moyennes historiques. Comme les rendements des obligations de référence du gouvernement restent plutôt faibles, ceux des titres de société se situent maintenant, dans l'ensemble, bien en deçà des niveaux observés plus tôt cette année (Graphique 6). L'accès amélioré aux marchés a contribué à l'émission d'un montant record d'obligations à long terme de sociétés à l'échelle du globe depuis le début de 2009. De plus, les marchés boursiers mondiaux ont enregistré de solides gains après les creux touchés en mars.

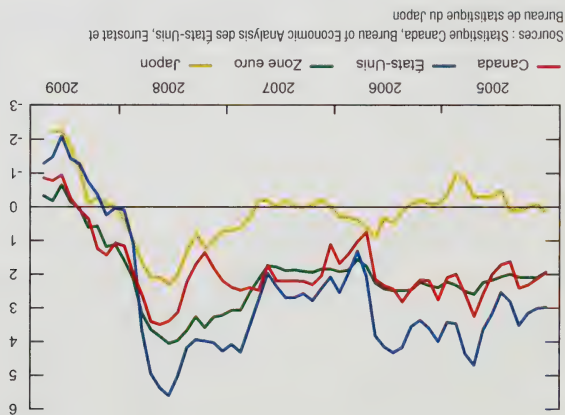
L'évolution des marchés financiers mondiaux

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu ces derniers mois, ce qui est conforme à l'opinion selon laquelle la récession mondiale a touché un creux et les risques d'une dégradation plus grave de la situation économique ont diminué. Ces améliorations, si elles se poursuivent, contribueront à assainir les bilans des ménages et des entreprises et à stimuler la confiance, soutenant du même coup la croissance de l'économie réelle.

Les conditions sur les marchés financiers internationaux se sont améliorées considérablement et un peu plus rapidement que prévu...



Graphique 4 : Les taux directeurs sont demeurés à des creux historiques dans la plupart des pays

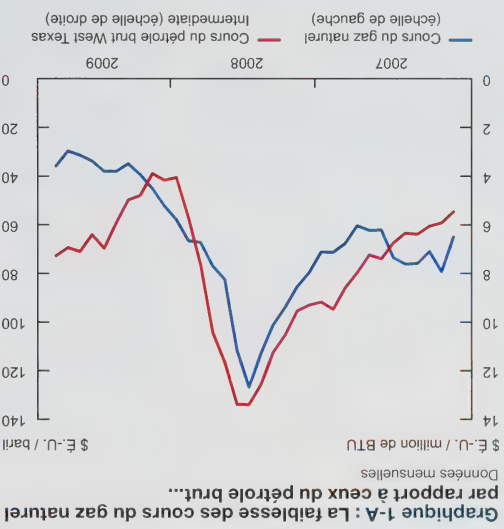


Graphique 3 : L'IPC global a chuté dans la plupart des économies avancées

L'évolution récente du secteur du gaz naturel

Les cours mondiaux de nombreux produits de base ont augmenté depuis le début de l'année, à l'exception notable de celui du gaz naturel. Après avoir culminé à plus de 13 \$ E.-U. le million de BTU au milieu de 2008, les prix du gaz naturel oscillent maintenant autour de 4 \$ E.-U., en légère progression par rapport aux creux touchés récemment. Le pétrole a de son côté renchéri de façon marquée en 2009 (Graphique 1-A). Depuis 1980, le rapport du cours du baril de pétrole brut au cours du million de BTU de gaz naturel s'est maintenu en moyenne aux environs de 9 à 1. Or, ce rapport se situe actuellement aux alentours de 21 à 1¹. Cet écart exceptionnel s'explique par la mise en valeur de nouveaux gisements de gaz de schiste aux États-Unis, qui a contribué en 2008 à l'une des plus importantes hausses (8 %) de la production de gaz naturel dans ce pays depuis les années 1970. Conjointement à la décade de la demande décollant du ralentissement économique mondial, cet essor de l'offre est à l'origine de l'élévation inégale des niveaux de stockage et de l'atonie persistante des prix sur le marché nord-américain du gaz naturel (Graphique 1-B).

Cette évolution mérite d'être notée en raison de l'importance du secteur du gaz naturel pour les exportations canadiennes. Les exportations nettes de gaz naturel en pourcentage du PIB sont restées supérieures à celles du



Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut et du gaz naturel pour octobre 2009 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 16 octobre 2009.

Source : New York Mercantile Exchange (NYMEX)

2 La contribution du secteur à la production brute a été calculée à partir de tableaux d'entrées-sorties.

Secteur	Gaz naturel			
	1996	2000	2005	2007
Pétrole brut	0,5	0,5	0,6	1,1
	1,9	1,9	2,6	1,8
	0,9	0,9	2,1	2,1

Tableau 1-A : Exportations canadiennes nettes de pétrole brut et de gaz naturel

(en pourcentage du PIB)

Le contenu calorique du pétrole est six fois celui du gaz naturel.

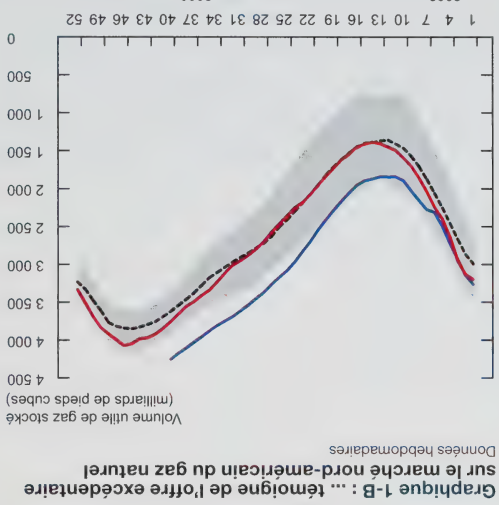
1 La contribution du secteur à la production brute a été calculée à partir de tableaux d'entrées-sorties.

2 La contribution du secteur à la production brute a été calculée à partir de tableaux d'entrées-sorties.

La faiblesse des prix du gaz naturel au cours des récents trimestres a entraîné une baisse des activités de forage et inhibera l'investissement dans ce secteur pendant un certain temps.

Canada.

Le pétrole brut, même si les secondes ont augmenté ces dernières années (Tableau 1-A). De 1996 à 2005, la part du secteur gazier dans la production brute totale au Canada a plus que triplé, passant de 0,6 à 2 %, si bien qu'en 2005, ce secteur avait un poids presque aussi grand que celui du pétrole brut dans la production globale au



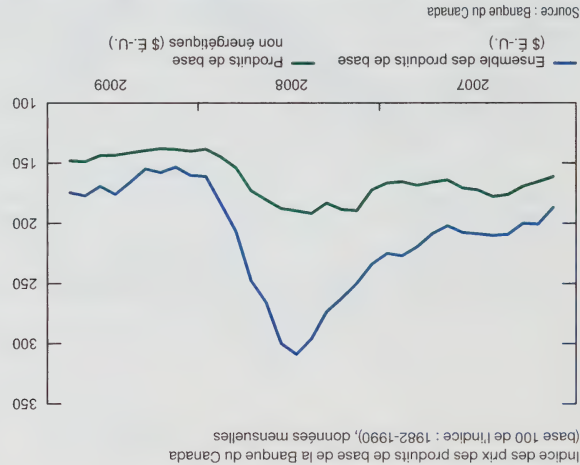
Sources : Energy Information Administration et Canadian Enerdata Ltd.

s'attendait, les données disponibles indiquent que l'activité s'est redressée au deuxième trimestre. Toutefois, on observe des disparités notables entre les régions, les économies émergentes d'Asie enregistrant la reprise la plus marquée, à la faveur de la robustesse de l'économie chinoise et des politiques macroéconomiques de soutien.

Les cours mondiaux du pétrole et, dans une moindre mesure, ceux des produits non énergétiques (en particulier les métaux) se sont raffermis depuis le creux qu'ils avaient enregistré au premier trimestre; ils demeurent néanmoins nettement en deçà des niveaux atteints au milieu de 2008 (**Graphique 2**).

Le récent renchérissement des produits de base tient en grande partie à une vive augmentation de la demande chinoise, associée à d'importants projets d'infrastructure à forte intensité de produits de base, et à la consommation de stocks aux fins d'investissement. Etant donné les perspectives plus favorables concernant la demande et la réduction des coûts de financement, les entreprises sont davantage incitées à accumuler des stocks. Ces facteurs, combinés à la baisse de l'offre en provenance des pays membres de l'OPEP, ont aussi contribué à pousser à la hausse les cours mondiaux du pétrole. Contrairement à l'évolution du secteur pétrolier, les prix du gaz naturel sont restés relativement bas, en raison de l'offre excédentaire considérable sur le marché nord-américain découlant principalement d'un déplacement de la production américaine vers des sources non traditionnelles (gaz de schiste) (**Note technique 1**).

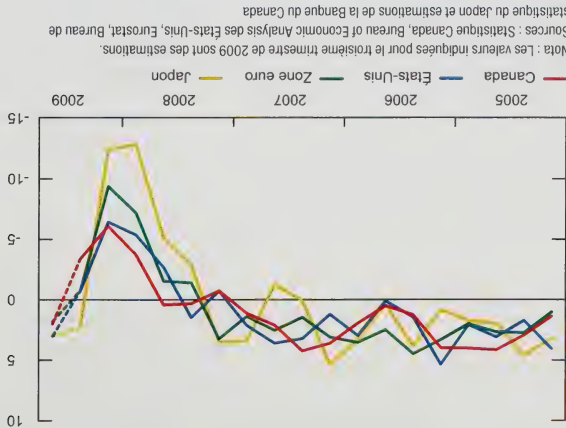
Graphique 2 : Les prix des produits de base se sont raffermis depuis le premier trimestre



Comme on l'entrevoit, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est fortement repliée dans le monde depuis le milieu de 2008, sous l'effet du recul marqué des prix du pétrole et d'autres produits de base jusqu'au début de 2009. De fait, les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs (**Graphique 3**). L'émersion d'une offre excédentaire a aussi modéré l'inflation fondamentale. Toutefois, la pression à la baisse exercée sur celle-ci a été atténuée dans de nombreuses économies par les mesures énergiques de politique monétaire qui ont été prises au début de la crise (**Graphique 4**), et qui ont contribué à ancrer les attentes d'inflation à long terme, ainsi que par les rigidités des prix et des salaires, particulièrement dans le secteur des services.

Les taux annuels de l'inflation mesurée par l'IPC global dans la plupart des économies avancées sont maintenant négatifs.

Graphique 1 : La croissance du PIB réel des grandes économies laisse entrevoir l'amorce d'une reprise à l'échelle mondiale
Taux de croissance trimestriel annualisé



Nota : Les valeurs indiquées pour le troisième trimestre de 2009 sont des estimations.
Sources : Statistique Canada, Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Eurostat, Bureau de statistique du Japon et estimations de la Banque du Canada

L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu.

L'activité économique réelle dans les principaux pays d'outre-mer a été plus vigoureuse que prévu, la France, l'Allemagne et le Japon ayant tous enregistré une croissance positive au deuxième trimestre. La croissance dans l'ensemble des économies de la zone euro a ralenti légèrement, mais a néanmoins dépassé les prévisions. Cette évolution favorable en Europe tient surtout à la vigueur accrue des dépenses des ménages, dopées par les programmes gouvernementaux provisoires d'incitation à l'achat de voitures et le soutien de taille fourni par les stabilisateurs automatiques. Le processus d'ajustement des stocks, qui semble bien avancé, conjugué aux données relativement robustes sur les nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, aux résultats d'enquête plus positifs concernant le secteur des services et à une amélioration générale de la confiance des ménages et des entreprises, donne à penser que les économies de la zone euro ont atteint un creux au deuxième trimestre. La croissance au Japon a été soutenue par les transferts de l'État aux ménages à faible revenu et les baisses d'impôts sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers offrant un meilleur rendement énergétique. Une remontée des exportations d'automobiles et de matériel électronique, par rapport au niveau très faible où elles se situaient, a contribué également à la progression plus vigoureuse du PIB réel.

La croissance économique en Chine au second trimestre a aussi été plus forte que prévu, ce qui s'explique par d'importantes politiques de relance budgétaire axées sur des projets d'infrastructure ainsi que par les mesures destinées à encourager les consommateurs à dépenser. L'expansion rapide du crédit a également été à l'origine d'une hausse prononcée de la consommation et de l'investissement. Dans le reste du monde, après une contraction de l'économie au premier trimestre plus prononcée que ce à quoi on

L'évolution récente

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale.

L'évolution économique et financière a été légèrement plus favorable qu'on ne l'entrevoitait dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, mais des vulnérabilités importantes subsistent. Les politiques énergiques et coordonnées de relance budgétaire et monétaire qui ont été mises en œuvre dans les pays du G20, notamment une vaste gamme de mesures visant à faciliter les flux de crédit, ont soutenu la demande globale, mais les signes d'une demande privée qui s'alimenterait d'elle-même ne sont toujours pas nombreux. Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours, et ils entraîneront un déplacement notable et prolongé de la demande à l'échelle du globe ainsi que la réduction du levier financier des banques, des ménages et des entreprises aux États-Unis et en Europe.

Alimenté principalement par les économies asiatiques, le redressement de la production internationale s'est amorcé au deuxième trimestre, soit un peu plus tôt qu'espéré. Dans les économies de la zone euro et de l'Amérique du Nord, le PIB réel a poursuivi sa baisse au cours de la même période, comme on s'y attendait, bien qu'à un rythme beaucoup plus lent qu'aux trimestres précédents. Des données mensuelles plus récentes indiquent que la production mondiale a repris de la vigueur au troisième trimestre, en partie sous l'effet des mesures budgétaires temporaires qui ont été adoptées dans la plupart des grandes économies et de l'impulsion à court terme fournie à la croissance par une inversion du cycle des stocks (**Graphique 1**).

Aux États-Unis, des révisions annuelles exhausives des comptes nationaux montrent qu'au premier trimestre de 2009 la récession a été encore plus profonde qu'on ne l'avait estimé précédemment¹. Toutefois, comme prévu, le PIB réel a reculé beaucoup plus lentement au deuxième trimestre. Malgré d'importantes mesures de relance budgétaire, la demande intérieure finale a poursuivi sa chute, parallèlement à la consommation des ménages et aux investissements fixes du secteur privé, chute qui dans ce dernier cas a été notable. La liquidation des stocks a aussi continué au deuxième trimestre. Des indicateurs plus récents, tels qu'un regain de confiance chez les consommateurs et une hausse des nouvelles commandes dans le secteur de la fabrication, témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle globale au troisième trimestre. Toutefois, cette évolution semble liée en grande partie à une inversion du cycle des stocks et au soutien temporaire

¹ La baisse du PIB réel, entre le sommet qu'il a atteint au deuxième trimestre de 2008 et la fin du premier trimestre de 2009, est maintenant estimée à 3,7 %, par rapport au taux de 3,1 % avancé antérieurement.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée d'envergure internationale.

Les ajustements nécessaires dans les sphères réelle et financière de l'économie mondiale sont en cours.

Aux États-Unis, des indicateurs récents témoignent d'un redressement de l'activité économique réelle.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien supérieure au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipée si la croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, prend plus de temps que prévu à se matérialiser.

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives.

Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le *Rapport d'avril*.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée. L'évolution économique et financière mondiale a été un peu plus favorable qu'on ne l'entrevoyait dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.

Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, par rapport à ce qui était escompté en juillet, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit qu'au second semestre de 2009, le taux de croissance sera un peu plus élevé qu'anticipé précédemment mais que, durant le reste de la période de projection, il sera légèrement inférieur en moyenne. L'économie canadienne devrait progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, après s'être contractée de 2,4 % cette année. C'est donc dire que la reprise au Canada devrait être un peu plus modeste que celle observée en moyenne lors des cycles précédents.

La Banque entrevoit maintenant que l'écart de production se sera résorbé au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'estimait en juillet. De même, elle s'attend à ce que l'inflation regagne la cible de 2 % au cours de la même période, soit également un trimestre plus tard qu'elle ne l'escomptait en juillet.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale. Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté. Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté.

Table des matières

1	Vue d'ensemble
3	L'économie mondiale
3	L'évolution récente
7	L'évolution des marchés financiers mondiaux
9	Les perspectives d'évolution de l'économie mondiale
13	L'économie canadienne
13	L'évolution récente
13	L'offre et la demande globales
17	L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie
19	L'inflation et la cible de 2 %
20	Les conditions financières au Canada
22	Le taux de change
23	Les mesures d'intervention
23	Les perspectives d'évolution de l'économie canadienne
23	L'offre et la demande globales
26	La projection en matière d'inflation
29	Les risques entourant les perspectives
6	L'évolution récente du secteur du gaz naturel
16	Le rôle du secteur automobile dans la récession et la reprise
18	Révisions touchant la production potentielle
Notes techniques	

Les récents événements ont marqué un tournant décisif. Une restructuration massive et soutenue de l'économie mondiale s'est amorcée. Le Canada entame cette période muni de nombreux atouts, mais les efforts qu'il nous faudra consentir seront sans précédent.

Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
28 septembre 2009
Victoria (Colombie-Britannique)

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2009

LE PRÉSENT RAPPORT ÉMANE DU CONSEIL DE DIRECTION DE LA BANQUE DU CANADA,
COMPOSÉ DE MARK CARNEY, PAUL JENKINS, PIERRE DUGUAY, DAVID LONGWORTH,
JOHN MURRAY ET TIMOTHY LANE.

LA STRATÉGIE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION AU CANADA*

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.
- Un taux d'inflation bas, stable et prévisible favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.
- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada se sont entendus sur l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. La cible d'inflation a été reconduite à quelques reprises depuis. En novembre 2006, elle a été renouvelée pour une période de cinq ans, soit jusqu'à la fin de 2011. Selon les termes de la nouvelle entente, la Banque continuera de mener la politique monétaire de façon à maintenir l'inflation mesurée par l'IPC global à 2 %, soit au milieu d'une fourchette de maîtrise de l'inflation allant de 1 à 3 %.

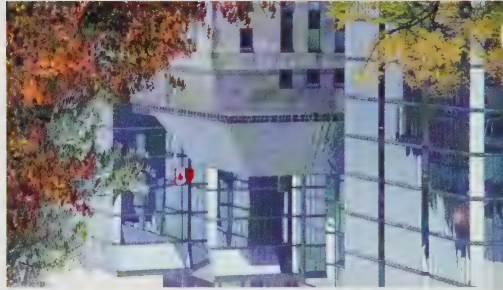
Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque utilise, comme indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation, un indice de référence qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.

* Voir la « Déclaration commune du gouvernement du Canada et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation » ainsi que la note d'information publiée à ce sujet. Ces documents sont reproduits aux pages 47 à 62 de la livraison de l'hiver 2006-2007 de la *Revue de la Banque du Canada*.

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2009



A1
N 73
M 56
BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Monetary Policy Report Summary

October 2009

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's outlook based on information received up to 20 October 2009.

Recent indicators point to the start of a global recovery from a deep, synchronous recession. Global economic and financial developments have been somewhat more favourable than expected at the time of the *July Report*, although significant fragilities remain.

A recovery in economic activity is also under way in Canada. This resumption of growth is supported by monetary and fiscal stimulus, increased household wealth, improving financial conditions, higher commodity prices, and stronger business and consumer confidence. However, heightened volatility and persistent strength in the Canadian dollar are working to slow growth and subdue inflation pressures. The current strength in the dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.

Given all of these factors, the Bank now projects that, relative to the *July Report*, the composition of aggregate demand will shift further towards final domestic demand and away from net exports. Growth is expected to be slightly higher in the second half of this year than previously projected but to average slightly lower over the balance of the projection period. The Canadian economy is projected to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011, after contracting by 2.4 per cent this year. This is a somewhat more modest recovery in Canada than the average of previous economic cycles.

Highlights

- Recent indicators point to the start of a global economic recovery, although significant fragilities remain.
- A recovery in economic activity is also under way in Canada, although the current strength in the Canadian dollar is expected, over time, to more than fully offset the favourable developments since July.
- The Canadian economy is projected to contract by 2.4 per cent this year and to grow by 3.0 per cent in 2010 and 3.3 per cent in 2011.
- Inflation is expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than was projected in July.
- The Bank maintained its policy rate at 1/4 per cent and reaffirmed its conditional commitment to hold its current policy rate until the end of the second quarter of 2010.
- As a consequence of conducting monetary policy at the effective lower bound, the Bank judges that the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

The Bank now expects that the output gap will be closed in the third quarter of 2011, one quarter later than it had projected in July. Correspondingly, inflation is also expected to return to the 2 per cent target in the third quarter of 2011, one quarter later than in July's projection.

The risks to the outlook remain elevated, although they have diminished somewhat since the July *Report*, with accumulating evidence of a recovery in the global and Canadian economies.

The main upside risks to inflation relate to the possibility of a stronger-than-anticipated recovery in the global economy. A stronger global recovery would be transmitted to Canada via trade, financial,

confidence, and commodity-price channels. There is also the risk that Canadian domestic demand could be more robust and have a more sustained momentum than projected.

On the downside, a stronger-than-assumed Canadian dollar, driven by global portfolio movements out of U.S.-dollar assets, could act as a significant further drag on growth and put additional downward pressure on inflation. Another important downside risk is that the global recovery could be even more protracted than projected if self-sustaining growth in private demand, which will be required for a solid recovery, takes longer than expected to materialize.

Projection for global economic growth

	Share of real global GDP ^a (per cent)	Projected growth (per cent) ^b			
		2008	2009	2010	2011
United States	21	0.4 (1.1)	-2.5 (-2.4)	1.8 (1.4)	3.8 (3.4)
Euro area	16	0.5 (0.6)	-3.9 (-4.4)	0.9 (0.7)	2.4 (2.4)
Japan	7	-0.7 (-0.7)	-5.7 (-6.0)	1.7 (1.9)	2.5 (2.8)
China	11	9.1 (9.1)	8.1 (7.8)	8.9 (8.3)	8.9 (9.6)
Rest of the world	45	3.9 (3.9)	-2.1 (-2.1)	3.3 (1.9)	3.7 (3.5)
World	100	2.9 (3.0)	-1.6 (-1.7)	3.1 (2.3)	4.0 (3.9)

a. GDP shares are based on IMF estimates of the purchasing-power-parity (PPP) valuation of country GDPs for 2007.

Source: IMF, *WEO*, April 2009.

b. Numbers in parentheses are projections used for the July 2009 *Monetary Policy Report*.

Source: Bank of Canada

Summary of the base-case projection^a

	2008	2009				2010				2011			
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Real GDP (quarter-over-quarter percentage change)	-3.7 (-3.7)	-6.1 (-5.4)	-3.4 (-3.5)	2.0 (1.3)	3.3 (3.0)	3.8 (4.0)	3.8 (4.0)	3.7 (3.8)	3.5 (3.8)	3.3 (3.8)	3.3 (3.3)	2.8 (2.8)	2.5 (2.8)
Real GDP (year-over-year percentage change)	-1.0 (-1.0)	-2.3 (-2.1)	-3.2 (-3.1)	-2.8 (-2.9)	-1.1 (-1.2)	1.4 (1.2)	3.2 (3.1)	3.6 (3.7)	3.6 (3.9)	3.5 (3.8)	3.4 (3.7)	3.2 (3.4)	3.0 (3.2)
Core inflation (year-over-year percentage change)	2.2 (2.2)	2.0 (2.0)	1.9 (1.9)	1.7 (1.6)	1.4 (1.4)	1.4 (1.4)	1.5 (1.6)	1.5 (1.6)	1.7 (1.7)	1.8 (1.9)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
Total CPI (year-over-year percentage change)	2.0 (2.0)	1.2 (1.2)	0.1 (0.1)	-0.9 (-0.7)	1.0 (1.2)	1.4 (1.4)	1.4 (1.4)	1.3 (1.3)	1.6 (1.7)	1.8 (1.8)	1.9 (2.0)	2.0 (2.0)	2.0 (2.0)
WTI ^b (level)	58 (58)	43 (43)	60 (60)	68 (62)	73 (64)	75 (67)	76 (68)	77 (69)	78 (70)	79 (71)	80 (72)	80 (73)	81 (74)

a. Figures in parentheses are from the base-case projection in the July *Monetary Policy Report*.

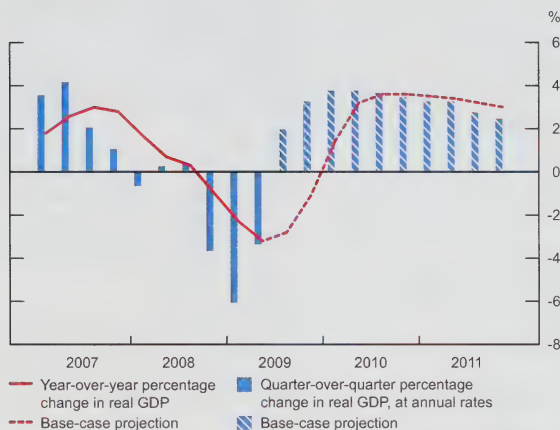
b. Assumptions for the price of West Texas Intermediate crude oil (US\$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 16 October 2009.

Over the medium term, global macroeconomic imbalances continue to pose significant risks to the outlook.

While the underlying macroeconomic risks to the projection are roughly balanced, the Bank judges that, as a consequence of operating at the effective lower bound, the overall risks to its inflation projection are tilted slightly to the downside.

On 10 September and 20 October, the Bank reaffirmed its conditional commitment to maintain its target for the overnight rate at its current level of 1/4 per cent until the end of the second quarter of 2010 in order to achieve the inflation target. In its conduct of monetary policy at low interest rates, the Bank retains considerable flexibility, consistent with the framework outlined in the *April Report*.

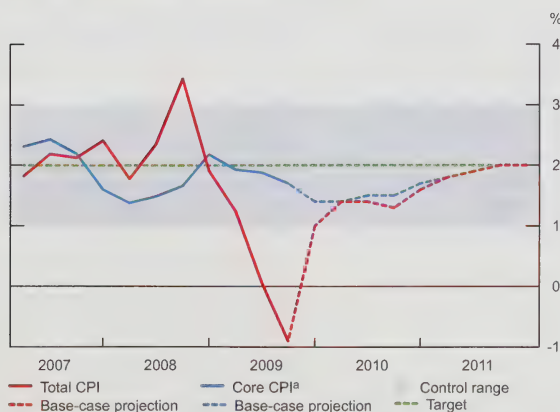
Real GDP growth is expected to rebound in the second half of 2009



Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Total CPI and core inflation in Canada are projected to return to 2 per cent in the third quarter of 2011

Year-over-year percentage change, quarterly data



a. CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Sources: Statistics Canada and Bank of Canada calculations

Bank of Canada Publications

Unless noted otherwise, all publications are available in print and on the Bank's website: <<http://www.bankofcanada.ca>>.

Monetary Policy Report (quarterly: January, April, July, and October)

Financial System Review (June/December)

Bank of Canada Review (quarterly; see website for subscription information)

Business Outlook Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Senior Loan Officer Survey (quarterly: January, April, July, and October)*

Speeches and Statements by the Governor

Bank of Canada Banking and Financial Statistics (monthly)*

Weekly Financial Statistics (published each Friday)*

Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information Annual Report

A History of the Canadian Dollar James Powell (available at Can\$8 plus GST and PST, where applicable)

Bank of Canada Publications Catalogue, 2008

A collection of short abstracts of articles and research papers published in 2008. Includes a listing of work by Bank economists published in outside journals and proceedings.

Conference Proceedings

Conference volumes published up to and including April 2005 are available on the Bank's website. Print copies can be purchased for Can\$15 plus GST and PST, where applicable. Papers and proceedings from Bank of Canada conferences, seminars, and workshops held after April 2005 are now published exclusively on the Bank's website.

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers

Technical Reports, Working Papers, and Discussion Papers are usually published in the original language only, with an abstract in both official languages. Single copies may be obtained without charge. Technical Reports dating back to 1994 are available on the Bank's website, as are Working Papers back to 1994. Discussion papers deal with finished work on technical issues related to the functions and policy-making of the Bank. They are of interest to specialists and other central bankers. Discussion papers for 2007–2009 are available on the Bank's website.

* Only available on the Bank's website.

Publications de la Banque du Canada

Sauf indication contraire, toutes les publications existent en format papier et peuvent être consultées dans le site Web de la Banque, à l'adresse <http://www.banqueducanada.ca>.

Rapport sur la politique monétaire. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Revue du système financier. Parait en juin et en décembre.

Revue de la Banque du Canada. Parait chaque trimestre. (Voir les renseignements relatifs aux abonnements dans le site Web.)

Enquête sur les perspectives des entreprises*. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Enquête auprès des responsables du crédit*. Parait en janvier, en avril, en juillet et en octobre.

Discours et déclarations du gouverneur

Statistiques bancaires et financières de la Banque du Canada*. Parait chaque mois.

Bulletin hebdomadaire de statistiques financières*. Parait tous les vendredis.

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation – Note

Rapport annuel

Le dollar canadien : une perspective historique

James Powell
Offert au prix de 8 \$ CAN, plus la TPS et, s'il y a lieu, la taxe de vente provinciale.

* Ces publications peuvent seulement être consultées dans le site Web de la Banque.

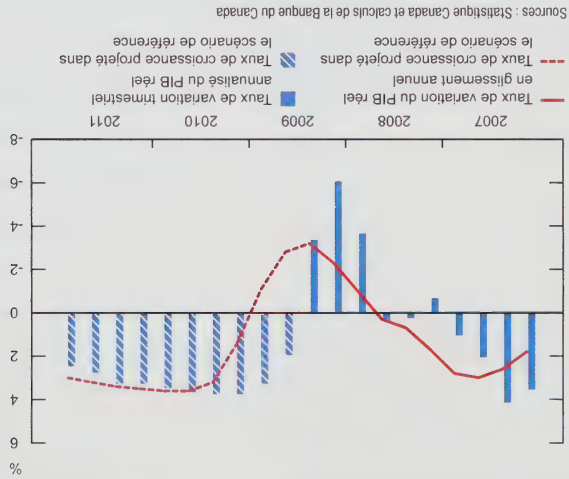
Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié quatre fois l'an, soit en janvier, en avril, en juillet et en octobre. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* ou du *Sommaire*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : 613 782-8248; numéro sans frais en Amérique du Nord : 1 877 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca; site Web : www.banqueducanada.ca

À moyen terme, les déséquilibres macroéconomiques mondiaux continuent de présenter des risques importants pour les perspectives. Bien que les risques macroéconomiques sous-jacents pesant sur la projection soient relativement équilibrés, la Banque juge que, du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation sont légèrement prépondérants dans l'ensemble.

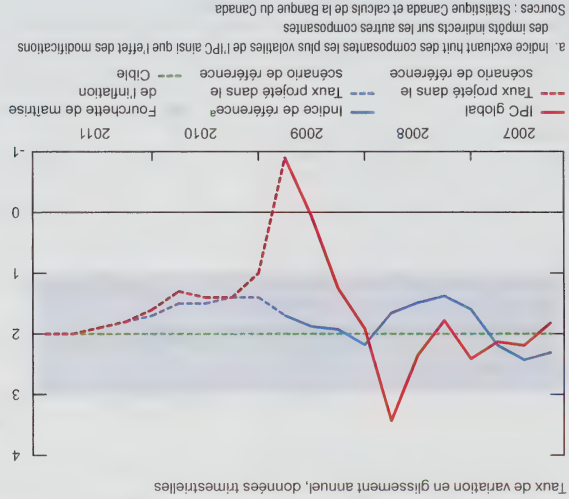
Le 10 septembre et le 20 octobre, la Banque a réitéré son engagement conditionnel à maintenir le taux cible du financement à un jour à son niveau actuel de 1/4 % jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010 afin que la cible d'inflation puisse être atteinte. La Banque conserve une flexibilité considérable dans la conduite de la politique monétaire en contexte de bas taux d'intérêt, conformément au cadre exposé dans le Rapport d'avril.

La croissance du PIB réel devrait rebondir au deuxième semestre de 2009



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Les taux d'augmentation de l'IPC global et de l'indice de référence devraient remonter à 2 % au troisième trimestre de 2011



Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*.
b. Les hypothèses relatives au cours du pétrole brut West Texas Intermediale (en \$-L), le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 16 octobre 2009.

		2008		2009		2010		2011	
WTI (niveau)	PIB réel (taux de variation trimestrielle annualisée)	4 ^e	trm.	1 ^{er}	trm.	2 ^e	trm.	3 ^e	trm.
	PIB réel (taux de variation annuel)	-3,7	-6,1	-3,4	(-3,5)	(1,3)	(3,0)	3,3	2,8
	Indice de référence (taux de variation en taux de variation annuel)	-1,0	-2,3	-3,2	(-2,9)	(1,2)	(3,1)	3,6	3,0
	IPC global (taux de variation en taux de variation annuel)	2,0	1,2	0,1	(-0,7)	(1,2)	(1,4)	1,9	2,0
	WTI (niveau)	58	43	60	(62)	(64)	(67)	(71)	(74)

Résumé des projections selon le scénario de référence^a

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2007. Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, avril 2009
b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.
Source : Banque du Canada

Part du PIB mondial réel ^a (en pourcentage)	2008	2009	2010	2011
Etats-Unis	21	0,4 (1,1)	-2,5 (-2,4)	1,8 (1,4)
Zone euro	16	0,5 (0,6)	-3,9 (-4,4)	0,9 (0,7)
Japon	7	-0,7 (-0,7)	-5,7 (-6,0)	1,7 (1,9)
Chine	11	9,1 (9,1)	8,1 (7,8)	8,9 (8,3)
Autres pays	45	3,9 (3,9)	-2,1 (-2,1)	3,3 (1,9)
Ensemble du monde	100	2,9 (3,0)	-1,6 (-1,7)	3,1 (2,3)

Projection relative à la croissance de l'économie mondiale

La Banque entrevoit maintenant que l'écart de production se sera résorbé au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'elle ne l'estimait en juillet. De même, elle s'attend à ce que l'inflation regagne la cible de 2 % au cours de la même période, soit également un trimestre plus tard qu'elle ne l'escomptait en juillet.

Les risques pesant sur les perspectives demeurent élevés, bien qu'ils aient diminué quelque peu depuis la publication du *Rapport* de juillet, les signes d'une reprise économique s'accumulant à l'échelle nationale et internationale.

Les principaux risques à la hausse concernant l'inflation ont trait à la possibilité que le redressement de l'économie mondiale soit plus vif qu'escompté.

Une reprise mondiale plus forte se propagerait à l'économie canadienne par la voie des échanges commerciaux, des liens financiers, de la confiance et des prix des produits de base. Il y a en outre le risque que la demande intérieure au Canada soit plus robuste et affiche un dynamisme plus soutenu que projeté.

Parmi les risques à la baisse, une vigueur du dollar canadien susceptible au niveau postulé, induite par un remaniement des portefeuilles à l'échelle mondiale, au détriment des titres libellés en dollars américains, pourrait exercer un nouvel effet modérateur considérable sur la croissance ainsi que des pressions à la baisse supplémentaires sur l'inflation. Un autre risque important tient à la possibilité que la reprise mondiale soit encore plus lente qu'anticipé si la croissance autosuffisante de la demande privée, qui sera indispensable pour assurer une reprise solide, prend plus de temps que prévu à se matérialiser.



Rapport sur la politique monétaire

Sommaire

Octobre 2009

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il rentre une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 20 octobre 2009.

Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, après une récession profonde et synchronisée. L'évolution économique et financière mondiale a été un peu plus favorable qu'on ne l'entrevoit dans la livraison de juillet du *Rapport sur la politique monétaire*, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.

Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique. Cette reprise est soutenue par la détente monétaire et budgétaire, l'augmentation de la richesse des ménages, l'amélioration des conditions financières, le renchérissement des produits de base et le regain de confiance de la part des entreprises et des consommateurs. Toutefois, la volatilité accrue et la vigueur persistante du dollar canadien ont pour effet de ralentir la croissance et de contenir les pressions inflationnistes. La Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.

À la lumière de tous ces facteurs, la Banque s'attend à présent à ce que, par rapport à ce qui était escompté en juillet, la composition de la demande globale continue à se modifier, la demande intérieure finale gagnant en importance au détriment des exportations nettes. Elle prévoit qu'au second semestre de 2009, le taux de croissance sera un peu plus élevé qu'anticipé précédemment mais que, durant le reste de la période de projection, il sera légèrement inférieur en moyenne. L'économie canadienne devrait progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011, après s'être contractée de 2,4 % cette année. C'est donc dire que la reprise au Canada

Faits saillants

- Les indicateurs récents font état du début d'une reprise à l'échelle du globe, quoique des vulnérabilités importantes subsistent.
- Le Canada a lui aussi renoué avec la croissance économique, bien que la Banque estime qu'avec le temps, la force actuelle du dollar canadien viendra plus que contrebalancer les effets de l'évolution positive observée depuis juillet.
- L'économie canadienne devrait s'être contractée de 2,4 % cette année, pour ensuite progresser de 3,0 % en 2010 et de 3,3 % en 2011.
- L'inflation devrait regagner la cible de 2 % au troisième trimestre de 2011, soit un trimestre plus tard qu'escompté en juillet.
- La Banque a maintenu son taux directeur à 1/4 % et réitéré son engagement conditionnel à le conserver à ce niveau jusqu'à la fin du deuxième trimestre de 2010.
- Du fait que le taux directeur s'établit à sa valeur plancher, la Banque juge que les risques à la baisse entourant sa projection liée à l'inflation restent légèrement prépondérants dans l'ensemble.

